



FACULDADES IBMEC
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM
ADMINISTRAÇÃO E ECONOMIA

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

PROFISSIONALIZANTE EM ADMINISTRAÇÃO

Fundos de Investimentos em Direitos

Creditórios (FIDC)

O Exemplo da Empresa Parmalat

Mayte Souza Dantas de Albuquerque

Orientador: *Prof. Caio Ibsen Rodrigues de Almeida*

Co-Orientador: *Prof^a. Mônica Barros*

Rio de Janeiro, 31 de janeiro de 2005

MAYTE SOUZA DANTAS DE ALBUQUERQUE

FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC)

O Exemplo da Empresa Parmalat

Dissertação de Mestrado Profissionalizante
apresentada ao programa de Pós Graduação em
Administração e Economia das Faculdades Ibmec
como requisito para obtenção do título de
Mestre em Administração

Orientador: Prof. CAIO IBSEN RODRIGUES DE ALMEIDA

Co-Orientador: Prof^a. MÔNICA BARROS

Rio de Janeiro (RJ)

Janeiro/2005

MAYTE SOUZA DANTAS DE ALBUQUERQUE

FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC)

O Exemplo da Empresa Parmalat

Dissertação de Mestrado Profissionalizante
apresentada ao programa de Pós Graduação em
Administração e Economia das Faculdades Ibmec
como requisito para obtenção do título de
Mestre em Administração

Aprovada em janeiro de 2005.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Caio Ibsen Rodrigues de Almeida

Faculdades IBMEC

Prof. Luiz Alberto Nascimento Campos Filho

Faculdades IBMEC

Prof^a. Mônica Barros

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC

Rio de Janeiro, 31 de janeiro de 2005

DEDICATÓRIA

Aos meus familiares, em especial aos meus pais,
por terem sempre me apoiado na minha vida pessoal e profissional.

AGRADECIMENTOS

Ao Caio Ibsen – meu orientador, pela compreensão.

A Mônica Barros – minha co-orientadora, pelo seu apoio profissional e amizade.

Ao Marcelo de Albuquerque – meu marido e amigo, pelo seu suporte e amor incondicional.

RESUMO

Na atual conjuntura macroeconômica de crescimento do PIB e preços mais estáveis, os fundos de recebíveis ou Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) tornam-se um instrumento de engenharia financeira muito adequado pela sua eficiente relação risco/retorno. Ao mesmo tempo em que favorecem a captação de recursos para empresas financeiras e não financeiras, os FIDC surgem como alternativa de diversificação de portfólio para investidores com interesse em aplicações de recursos de médio e longo prazos. No último ano houve um grande crescimento na utilização desse instrumento, que apresenta como principal atrativo a segregação de riscos em relação à empresa originadora dos recebíveis. Um exemplo recente do bom funcionamento dessa nova modalidade de captação de recursos foi a constituição do FIDC da empresa Parmalat, cuja boa estruturação permitiu que este não fosse afetado pela crise que envolveu a empresa no final de 2003.

ABSTRACT

In the current macroeconomic situation of GDP growth and stable prices, the receivable funds or “fundos de investimento em direitos creditórios” (FIDC) become a very appropriate instrument of financial engineering, mainly due to its efficient risk/return relationship. In addition to favor the funding for financial and not financial companies, the FIDC appear as an alternative of portfolio diversification for investors with interest in medium and long-term investments. In the last year there was a large growth in the use of this instrument, which presents as its main attractiveness the segregation of risks in relation to the receivables of the Originator Company. A recent example of the good structure of this new kind of funding was the constitution of the Parmalat FIDC, once the crisis that affected the Parmalat Company in the end of 2003 did not influence the profitability of the Fund.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
1. FINANCIANDO O INVESTIMENTO: RETROSPECTIVA HISTÓRICA E CONJUNTURA ATUAL	15
1.1 Desenvolvimento Econômico e Evolução do Sistema Financeiro Nacional: Retrospectiva Histórica e Conjuntura Atual	16
1.2 Conjuntura Econômica e financeira no Início do Século XXI no Brasil: Novas Perspectivas de Investimento	25
2. MERCADO DE CRÉDITO E INSTRUMENTOS DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA PARA FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS	30
2.1 O Mercado de Valores Mobiliários no Brasil: Uma Abordagem Geral	31
2.2 Principais Instrumentos de Intermediação Financeira	35
2.2.1 Notas promissórias comerciais (Commercial papers)	36
2.2.2 Subscrição de ações	38
2.2.3 Debêntures	41
2.2.4 Securitização de recebíveis	48
3. OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS - FIDC	58
3.1 Arcabouço Regulatório	59
3.2 Mecanismo de Funcionamento do FIDC	68
3.3 Total de Fundos Emitidos no Brasil e Respectivas Classificações de Risco	71
3.3.2 Classificações de risco para cotas de FIDC	75
3.3.2.1 Avaliações da Moody's	77
3.3.2.2 Avaliações da Fitch	80
4. O EXEMPLO DO PARMALAT FIDC	84
4.1 A empresa Parmalat	85
4.2 A constituição do FIDC Parmalat	86
4.3 A crise financeira da empresa e a liquidação do Parmalat FIDC	91
CONCLUSÕES	97
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	101

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Registros de FIDC em 2002 e 2003	72
Tabela 2: Registros de FIDC em 2004	73
Tabela 3: Registro e Montantes das Aplicações em FIDC Junho a Setembro 2004	74
Tabela 4: Escala Nacional de Rating da Moody's	79
Tabela 5: Algumas Classificações de FIDC na Escala Nacional de Rating da Moody's	80
Tabela 6: Escala Rating Nacional da Fitch	82
Tabela 7: Algumas Classificações de FIDC na Escala Nacional de Rating Nacional da Fitch	83
Tabela 8: Ratings Preliminares para Parmalat FIDC Divulgados em 06/11/2003	87

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Taxas Médias de Empréstimos (custo + spread-% am)	32
Gráfico 2: Emissões Primárias de Ações, Debêntures e notas promissórias	46
Gráfico 3: Securitizações Domésticas – Brasil – 2000-2003	56

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Estrutura final de uma operação de securitização	50
Figura 2: Estrutura final de uma operação de FIDC	69

INTRODUÇÃO

Pode-se dizer que, até recentemente, o Brasil possuía um sistema financeiro de baixíssima complexidade. Não obstante, após as mudanças feitas em sua estrutura, principalmente a partir da segunda metade do século passado, este ainda se caracteriza por uma grande concentração de recursos no setor público. Por conseguinte, a maioria das empresas brasileiras não possui acesso a condições adequadas de financiamento e somente aquelas de maior porte têm acesso ao financiamento por bancos e mercado de capitais. Pesa também para esse quadro desfavorável o alto custo do crédito no país, resultado da manutenção da taxa básica de juros em patamares elevados com o objetivo primordial de garantir a estabilidade da economia.

Nesse contexto, o desenvolvimento do mercado doméstico de capitais e de instrumentos eficazes de captação de recursos é fundamental para a institucionalização da poupança e para o fomento ao crescimento econômico. Dentre os diversos ajustes realizados pelo mercado de capitais brasileiro para incrementar a captação

de recursos vem ganhando destaque as operações de securitização, em especial, via Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), popularmente conhecidos como fundos de recebíveis.

Na atual conjuntura macroeconômica de crescimento do PIB e preços mais estáveis, os fundos de recebíveis tornam-se um instrumento de engenharia financeira muito adequado pela relação eficiente de risco e retorno que apresentam. Ao mesmo tempo em que favorecem a captação de recursos para empresas financeiras e não financeiras, os FIDC surgem como alternativa de diversificação de portfólio para investidores com interesse em aplicações de recursos de médio e longo prazos. Um exemplo prático do bom funcionamento dessa nova modalidade de captação de recursos foi a implementação do FIDC da empresa Parmalat, cuja boa estruturação permitiu que este não fosse afetado pelo escândalo financeiro que recentemente envolveu a companhia.

O objetivo da presente dissertação é mostrar como os FIDC podem representar uma boa opção de investimento tanto para tomadores quanto para investidores, com base na análise da atual conjuntura macroeconômica brasileira, o atual estágio de desenvolvimento do Sistema Financeiro Nacional, comparando diversos instrumentos de captação existentes no mercado doméstico com os FIDC, e, finalmente, considerando o recente episódio que envolveu a constituição do FIDC da empresa Parmalat. Para tanto, esta dissertação encontra-se estruturada da maneira descrita a seguir. O capítulo 1 analisa resumidamente a evolução do Sistema Financeiro Nacional até os dias atuais, dentro de uma perspectiva de análise conjuntural, e como o próprio processo de industrialização e desenvolvimento econômico em curso no país aumentava a pressão por crédito, induzindo mudanças no mercado financeiro de forma que as demandas e

necessidades de investimento das empresas fossem supridas e o crescimento econômico alavancado. No capítulo 2 são avaliados o atual estágio do mercado de crédito no Brasil e os instrumentos de intermediação financeira mais importantes disponíveis no país, tais como *commercial papers*, subscrição de ações, debêntures e securitização de recebíveis. O capítulo 3 trata especificamente da constituição, evolução e avaliação dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC). Por fim, o quarto e último capítulo traz o exemplo do Parmalat FIDC. Ao final da dissertação, será apresentado um sumário com as principais conclusões.

1. FINANCIANDO O INVESTIMENTO: RETROSPECTIVA HISTÓRICA E CONJUNTURA ATUAL

O mercado financeiro se constitui numa importante fonte de captação e mobilização de recursos para financiamento de investimento nas empresas financeiras e não-financeiras. Desde os estágios iniciais do desenvolvimento econômico brasileiro, há uma crescente demanda por recursos para investimento tanto de capital de giro quanto de médio e longo prazos pelas empresas. Todavia, dado ao baixo grau de complexidade do sistema bancário e da quase inexistência de um mercado de capitais no Brasil até meados da década de 60, os instrumentos de captação eram bastante rudimentares. Este capítulo trata da evolução do Sistema Financeiro Nacional frente às alterações na conjuntura política e econômica brasileira, observando a atuação do setor público e do setor privado no financiamento do desenvolvimento econômico.

1.1 DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E EVOLUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: RETROSPECTIVA HISTÓRICA E CONJUNTURA ATUAL

No período que vai desde a Proclamação da República, em 1888, até a crise decorrente do *crash* da Bolsa de Nova York, em 1929, a economia brasileira era essencialmente primário-exportadora, tendo o complexo cafeeiro como a grande força motriz da economia. A pauta de exportações era basicamente constituída de um único produto primário – o café – sobre o qual o Brasil detinha uma posição quase monopolística na oferta internacional. O mercado interno, por sua vez, mostrava-se extremamente restrito, com o crescimento econômico ditado pelo dinamismo do mercado externo, onde as empresas e indústrias existentes se destinavam basicamente ao suprimento das necessidades internas (têxteis, alimentos). Assim, o bom funcionamento da economia nesse período dependia fundamentalmente da evolução positiva do mercado do café.

A criação do Banco do Brasil, nessa época, configurou o marco inicial do sistema financeiro do país. Todavia, este seguia o modelo bancário europeu tradicional, no qual as atividades bancárias básicas se resumiam às operações de depósito e empréstimos (descontos), enquanto outros serviços praticamente inexistiam (Fortuna, 1999, p.3). O sistema de crédito no país dependia, portanto, da entrada de divisas por meio das exportações de café. Nesse período, a moeda internacionalmente utilizada era o ouro e os países adotavam um sistema monetário conhecido como padrão-ouro, no qual este ativo funcionava como referência na formulação de preços.

Nesse sistema, toda e qualquer emissão de moeda era lastreada pelo volume de reservas em ouro do país e, dada a dependência externa brasileira, a estabilidade monetária doméstica (ou condições internas de crédito) ficava intimamente vinculada ao comportamento do Balanço de Pagamentos. Dessa forma, fica clara a vulnerabilidade da economia ao comportamento dos fluxos de comércio e de capitais, reconhecidamente voláteis no tempo e que fogem ao controle das autoridades locais (Fritsch, 1997, p.39). As políticas econômicas eram, portanto, basicamente direcionadas à sustentação do complexo cafeeiro e a economia brasileira mostrava-se altamente dependente da entrada de divisas (ouro) determinadas pela exportação do café.

A partir da década de 30, a atividade industrial brasileira, até então reprimida e inserida dentro do complexo cafeeiro, ganha algum fôlego e passa a apresentar uma dinâmica própria, como resultado dos efeitos da Grande Depressão na década de 20 e do pós-guerra. Não houve, inicialmente, uma política deliberada de industrialização que rompesse com a economia primário-exportadora. O café foi perdendo, gradativamente, importância relativa como motor dinâmico da economia, embora se mantendo como importante produto da pauta de exportações brasileira. O desenvolvimento industrial desse período contou a seu favor com uma conjuntura favorável representada pela Segunda Guerra Mundial, que desencadeou um processo de substituição de importações em virtude das dificuldades para importação de bens e a interrupção do fluxo internacional de capitais.

Aproveitando-se ainda dessa situação internacional, o governo pôde negociar medidas de apoio ao processo de industrialização brasileiro em troca do seu posicionamento estratégico no conflito. Entretanto, dada a debilidade do sistema financeiro doméstico, o financiamento desse ciclo de desenvolvimento se deu

fundamentalmente via recursos do governo federal que favoreceram principalmente as indústrias de infra-estrutura e bens de capital.

Em 1945, foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), com forte presença do Banco do Brasil em seu Conselho, visando exercer o controle do mercado monetário e de preparar a organização do Banco Central. A criação do depósito compulsório como instrumento de controle do volume de crédito e dos meios de pagamento resultou no encerramento das atividades de inúmeros bancos e diversas fusões e incorporações, contribuindo para o saneamento e solidificação do Sistema Financeiro Nacional (SFN) (Fortuna, 2004, p.3). Dentre as principais atribuições da Sumoc estavam requerer emissão de papel-moeda ao Tesouro Nacional, podendo variar os percentuais para recolhimento compulsório dos bancos; fixar taxas de redescontos; autorizar compra e venda de ouro e cambiais; orientar a política de câmbio; promover a compra e venda de títulos do Governo Federal em bolsa; e orientar a fiscalização dos bancos.

O desencadeamento do processo de industrialização brasileiro só ocorreu de fato na década de 50, com a intensificação do processo de substituição de importações de bens de consumo duráveis. Contribuíram para isso a maturação dos investimentos realizados em infra-estrutura na década de 30, a implementação de um amplo programa governamental de gastos públicos (Plano de Metas) e o grande afluxo de capitais estrangeiros no período. Como consequência, houve um forte crescimento econômico que revelava dois movimentos de pressão por crédito. De um lado, o aumento do número de empresas industriais nacionais e estrangeiras, fruto do processo de industrialização, demandava fortemente recursos para capital de giro e recursos de longo prazo para investimentos. Por outro lado, as famílias necessitavam de crédito de

médio prazo para aquisição da crescente produção dos bens duráveis de consumo (automóveis, aparelhos eletrodomésticos, etc.).

Durante esse período, o sistema financeiro do país possuía um baixo grau de complexidade, no qual grande parte do total dos ativos financeiros encontrava-se ainda concentrada no Banco do Brasil. Predominavam bancos comerciais, com passivo fundamentalmente composto de obrigações à vista e, conseqüentemente, concedendo empréstimos de curto prazo. Além disso, o mercado de capitais basicamente inexistia, sendo o movimento das bolsas de valores insignificante, com os negócios restritos a ações de poucas empresas. O não atendimento das operações de médio prazo por parte da rede bancária resultou no surgimento das financeiras, que passaram a atuar na concessão de crédito às famílias e capital de giro às empresas através do sistema das letras de câmbio (Galvêas, 1985). Para suprir essa grande falha no mercado de capitais foi criado, em 1952, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – BNDE, com o objetivo inicial de atender aos setores de infra-estrutura nacional.

O que se observa nesse período é que o governo, ao longo da sua busca por alavancar o desenvolvimento econômico do país, não conseguiu articular de forma eficiente capitais privados nacionais, estrangeiros e públicos. A falta de uma estratégia desenvolvimentista de longo prazo, muitas vezes representada pela ausência de uma centralização financeira ou conglomeração empresarial capazes de conferir autonomia ao processo, fez com que o capital privado nacional não assumisse seu papel no financiamento do desenvolvimento, gerando “uma combinação desigual entre empresas estatais e estrangeiras e o capital privado nacional, além da transferência para o crédito público da responsabilidade pelo financiamento dos grandes projetos de investimento indispensáveis à industrialização” (Fiori, 2001, p.276).

A primeira metade da década de 60, por sua vez, foi marcada por um período de crise, em parte devido ao excesso de liquidez na economia causada por excessivos volumes de emissões monetárias para sustentar o desenvolvimento iniciado na década anterior e, em parte, devido ao grande avanço da oferta e capacidade produtiva na economia, fruto dos vultosos investimentos realizados, não acompanhados por correspondente aumento de demanda. Essa crise demonstra que as transformações por que havia passado a economia brasileira com o advento do processo de industrialização, a partir do período pós-guerra, não tinham sido acompanhadas de adequada modernização do sistema financeiro. Além disso, “acreditava-se que os custos do sistema financeiro eram muito elevados e que as taxas de juros pagas pelos tomadores eram um elemento de custo das empresas que precisava ser reduzido” (Lago, 1997, p.255).

Assim, abre-se caminho para as importantes reformas estruturais financeiras ocorridas no período 1964/66, as quais, segundo Fortuna (2004, p.4), procurava transformar o então modelo europeu, no qual os bancos eram as principais peças do sistema financeiro operando em todas as modalidades de intermediação financeira, para o modelo norte-americano, no qual predomina a especialização. Dentre as referidas reformas, pode-se destacar a instituição de mecanismos de correção monetária; a criação do Sistema Financeiro de Habitação; a reforma do sistema financeiro que criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central (Bacen), que passou a reunir a maior parte das funções típicas de Autoridade Monetária; e a reforma do mercado de capitais, que dispôs, principalmente, sobre a captação de recursos a médio e longo prazos.

Com a especialização das instituições para atuação em faixas específicas dos mercados financeiro e de capitais, houve uma definição dos papéis que cada instituição financeira deveria desempenhar dentro do sistema. Os bancos

comerciais só poderiam realizar operações de crédito de curto prazo, captando depósitos à vista; os bancos de investimento e desenvolvimento seriam responsáveis pelos empréstimos de longo prazo, a partir da captação de depósitos a prazo e de recursos no exterior; e as sociedades de crédito, financiamento e investimento (financeiras) deveriam operar no crédito ao consumidor e em empréstimos pessoais, captando letras de câmbio. O financiamento habitacional seria realizado via instituições do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), com base nos recursos obtidos através de depósitos de poupança e de letras imobiliárias.

Do final da década de 60 e até o início da década seguinte, a economia brasileira experimentou um *boom* de crescimento, com a retomada da demanda por bens de consumo duráveis proporcionada pelo aumento do crédito, e impulsionada pela indústria de construção civil, através do SFH; ambas resultado das reformas anteriores. Nesse período verifica-se também um grande aumento na movimentação das Bolsas de Valores, porém ainda com uma estrutura técnica e operacional incompatíveis com grandes volumes de capital (Galvêas, 1985).

Em 1976 são tomadas duas importantes medidas para o mercado de capitais brasileiro: a criação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM e a disposição sobre as Sociedades por Ações. A primeira medida visava criar uma instituição que pudesse desempenhar funções como estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; promover e assegurar a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, de bolsa e de balcão; proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores a acionistas das companhias abertas ou de administradores de carteira de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinada a

criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários no mercado; assegurar o acesso público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias abertas que os tenham emitido; e, finalmente, assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado de valores mobiliários e das condições de utilização de crédito fixadas pelo CMN.

A forte aceleração inflacionária, agravada pela crise do petróleo e observada a partir de meados da década de 70, representou o principal impedimento a um maior desenvolvimento do mercado financeiro nacional. Vale ressaltar aqui a importância da institucionalização da correção monetária nas reformas estruturais da década de 60, que permitiu que os portadores de títulos e valores mobiliários auferissem taxas de retornos reais diante do processo inflacionário em vigor.

A década de 80, apesar do aprofundamento do quadro recessivo e de altas taxas de inflação da economia brasileira, marca o início do processo de internacionalização dos mercados. Devido às restrições impostas pelo governo e em virtude da moratória mexicana em 1982 ter drasticamente reduzido os fluxos de capitais na forma de empréstimos para o país, a saída encontrada pelas empresas para levantar recursos foi a abertura de capital, revitalizando o mercado primário de ações. No campo da regulação, vale ressaltar a criação dos Bancos Múltiplos, que poderiam operar no mínimo em duas e no máximo em quatro das funções das antigas instituições financeiras.

Os anos 90 apresentaram um grande afluxo de capitais estrangeiros e de poupança interna, resultado do programa de privatizações e da intensificação da internacionalização dos mercados financeiros e de capitais. O processo de globalização da economia induziu o CMN a estabelecer, em 1994, algumas medidas

visando enquadrar o SFN aos padrões de solvência e liquidez internacionais que foram definidos no Acordo de Capitais de 1988, apresentado pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (comumente chamado de Acordo de Basileia). Esse Acordo, assinado pelos bancos centrais das principais potências, levou a transformações significativas nas regulações dos setores financeiros em todo o mundo, sugerindo alterações nas normas e procedimentos adotados externa e internamente no monitoramento das atividades, e ao induzir muitos desses sistemas a melhorar de maneira substancial sua capitalização (Boechat & Bertolossi, 2002, p.25). A principal medida tomada pelo CMN foi o estabelecimento dos limites mínimos de capital realizado e patrimônio líquido para as instituições financeiras.

Além disso, a implementação de um plano de estabilização em meados desse período – Plano Real, conseguiu, por fim, controlar a histórica inflação brasileira estabelecendo-a em patamares bastante inferiores aos até então observados. De acordo com Pinheiro & Moura (2001, p.7), até 1994, a maior parte do crédito de médio e longo prazos para empresas e indivíduos era concedida por bancos estatais, financiados por impostos específicos e transferências do governo: “os bancos privados não apenas concediam pouquíssimos empréstimos, como também concentravam tais atividades em operações de curto prazo, como cheques especiais e financiamento de capital de giro, para os quais os fluxos de caixa dos tomadores, gerenciados pela mesma instituição, funcionavam como garantia”. Assim, “a eficiência no processamento das transações bancárias, como o pagamento de títulos e cheques, era a atividade mais importante para os bancos, enquanto a concessão de crédito recebia menos atenção, até mesmo porque pouco crédito fluía para o setor privado”.

A abrupta redução nas taxas de inflação após o Plano Real fez com que alguns bancos tivessem sérios problemas de solvência, uma vez que os lucros advindos de operações de *floating*, bastante utilizados em ambientes altamente inflacionários, desapareceram rapidamente. Nesse período, alguns bancos pequenos foram liquidados, enquanto a situação da maioria dos de médio e grande portes foi resolvida por meio de fusões e compras, nas quais o governo assumiu uma grande fatia dos seus empréstimos irrecuperáveis. Alguns bancos estaduais foram recapitalizados e depois privatizados e vários dos bancos saneados nesse período foram adquiridos por instituições estrangeiras (Pinheiro & Moura, 2001, p.7).

Assim, o novo cenário de estabilização monetária conjugada à forte entrada de recursos externos e à questão da solvência bancária, levou o governo e as autoridades monetárias a estabelecer medidas com o intuito de fortalecer e reestruturar o SFN. Além da definição de limites mínimos para a constituição de instituições financeiras definidas também em função do Acordo de Basileia, o Bacen adotou políticas monetárias e creditícias restritivas e criou incentivos fiscais para induzir fusões e aquisições entre as instituições. Houve ainda uma ampliação dos poderes do Bacen de forma a permitir que este implementasse ações preventivas de saneamento do sistema financeiro através do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional – PROER – que, através de uma linha especial de assistência financeira com recursos recolhidos pelas próprias instituições financeiras, propunha-se a assegurar a liquidez e a solvência do sistema.

As crises financeiras nos países emergentes no final da década de 90 não deixam de guardar uma certa semelhança com o antigo sistema do padrão-ouro em termos de vulnerabilidade externa. O forte influxo de capitais externos

especulativos de curto prazo que financiaram o crescimento das economias emergentes e a volatilidade deste tipo de empréstimo acabou, de certa forma, por evidenciar uma grande vulnerabilidade externa destas economias. A manutenção de elevadas taxas de juros internas para sustentar essa entrada de capitais restringe a atividade doméstica e impõe pesados ônus para a dívida interna desses países, agravando o quadro recessivo.

Em suma, no que concerne ao estágio de desenvolvimento do SFN no final do século XX, Fortuna (2004:4) ressalta que: “o processo de globalização, a abertura econômica e o Plano Real provocaram, em seu conjunto, com o apoio do PROER, do FGC [Fundo Garantidor de Créditos], do PROES [Programa de Incentivo a Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária] e da adesão do Brasil ao Acordo de Basiléia, um processo de saneamento, privatização e fusão de instituições bancárias que, em 1998, pode-se dizer que inicia uma revolução nos métodos e práticas de nossa atividade bancária, sem dúvida, para melhor”.

1.2 CONJUNTURA ECONÔMICA E FINANCEIRA NO INÍCIO DO SÉCULO XXI NO BRASIL: NOVAS PERSPECTIVAS DE INVESTIMENTO

A notável evolução do Sistema Financeiro Nacional, principalmente a partir das reformas estruturais implementadas na década de 60 e os avanços observados no final dos anos 90, permitiu o progressivo fortalecimento e ajuste

dos mercados financeiros e de capitais. A atual estrutura do sistema financeiro reflete a busca por parte dos agentes e autoridades monetárias em adequar as instituições às variações de conjuntura tanto em nível interno quanto externo, permitindo que as mudanças no setor produtivo sejam acompanhadas por mudanças compatíveis no sistema financeiro de forma a dar sustentabilidade ao seu crescimento.

Desde o final da década passada, a condução das políticas monetária e fiscal foi pautada pelo compromisso de preservação da estabilidade de preços da economia. Em 2001, a crise econômica da Argentina, o desaquecimento da economia mundial e os atentados terroristas nos Estados Unidos, além da crise energética interna, provocaram um impacto considerável no comportamento da economia brasileira, pressionando o câmbio e os principais índices de preços, e limitando as estratégias de investimento. Para garantir a estabilidade monetária, o governo elevou a taxa básica de juros da economia que foi diretamente repassada aos tomadores de empréstimo. Os empréstimos mais caros refletiam tanto o aumento do risco do crédito quanto das incertezas, elevando os custos financeiros principalmente para operações de prazos mais longos. Essa conjuntura desfavorável, que se estendeu até o ano seguinte, dificultava a captação de recursos por parte das empresas contribuindo ainda mais para a restrição do crescimento econômico.

As evidências empíricas mostram que o aumento do volume de crédito da economia é inversamente proporcional aos níveis das taxas de juros e ao grau de incerteza dos agentes. Embora existam os mecanismos de *hedge* (proteção) que atuam no sentido de reduzir a exposição dos agentes às oscilações da taxa de juros, o governo brasileiro decidiu tomar medidas importantes nesse período visando aumentar o volume de crédito e alavancar o crescimento econômico. Ainda nesse período, a reforma

na legislação que rege o segmento de valores mobiliários e o mercado de capitais veio atender os anseios de diversos agentes econômicos (Conde, 2002, p.39). Essa medida se justifica pois a atuação do mercado de valores mobiliários nas economias modernas tem sido fundamental no sentido de atender às necessidades de financiamento de médio e longo prazos das empresas. Através do estímulo à poupança e ao investimento, o mercado de valores mobiliários torna possível a captação de recursos para financiamento de projetos de expansão ou de aperfeiçoamento tecnológicos das empresas.

Apenas em meados de 2003, esse cenário adverso de crise começou a se reverter, com a dissipação das incertezas quanto à manutenção da austeridade fiscal e monetária do novo governo, o bom comportamento da balança comercial brasileira e a retomada da atividade econômica dos Estados Unidos. Entretanto, o governo brasileiro ainda se deparava, nesse ano, com altas taxas de desemprego e queda no nível de renda da população. A taxa negativa de crescimento econômico foi revertida no segundo semestre desse ano, com a produção industrial apresentando novo dinamismo. Segundo o Relatório Anual de 2003 do Banco Central do Brasil:

“O desempenho mais consistente da economia na segunda metade de 2003, resultando em patamar relativamente elevado do nível de atividade ao final do ano, refletiu o crescimento das concessões de crédito, o ritmo das vendas varejistas, o desempenho das exportações e a evolução recente dos rendimentos reais, com impacto favorável sobre as vendas de bens de consumo não duráveis, principal categoria de bens finais da indústria. (...) No tocante ao crédito para pessoas jurídicas, assinala-se que sua evolução nos últimos meses de 2003 ainda não revelou retomada consistente na procura por recursos por parte das empresas. Dessa maneira a reativação da demanda para financiar investimentos deverá ocorrer paulatinamente, em resposta ao processo de recuperação da atividade econômica” (Banco Central, 2003, p.14).

Assim, depois dos períodos de alta inflação e da implementação sucessiva de planos de estabilização, baseados em muitos momentos na entrada substancial de capitais estrangeiros, a nova conjuntura macroeconômica brasileira sugere a criação e o fortalecimento de novas modalidades de captação de recursos pelas empresas. A manutenção das tendências de expansão da atividade econômica, de retração inflacionária, do aumento no volume de crédito e dos superávits comerciais do balanço de pagamentos, já verificados nos primeiros meses de 2004, abre a perspectiva de que o mercado de crédito no Brasil se amplie fortemente, transformando-se em elemento indutor do crescimento do país.

Nesse sentido, é preciso contornar a histórica ausência de instituições públicas e privadas capazes de garantir endogenamente a intermediação financeira para alavancar o desenvolvimento brasileiro. Como se observou ao longo do capítulo, as estratégias desenvolvimentistas implementadas no país ao longo dos anos não foram sustentáveis em grande medida pela falta de articulação do governo na consolidação do capital privado nacional no “tripé” capital estatal, privado nacional e estrangeiro. Baroni (2004, p.74) resume bem as perspectivas quanto ao futuro da economia brasileira e a demanda por uma atuação mais forte do capital privado nacional:

“É consensual no Brasil de hoje que a retomada do desenvolvimento econômico exigirá um grande esforço de investimento, que só poderá ser concretizado se fontes internas de recursos forem mobilizadas de forma eficaz. Ao contrário do que ocorreu no passado, o investimento do setor público será limitado pela escassez de recursos. Do mesmo modo, os recursos externos deverão desempenhar um papel provavelmente mais limitado no futuro, em face do esforço de redução da vulnerabilidade externa da

economia brasileira. Assim, a maior parcela de responsabilidade pela recuperação da capacidade de crescimento da economia será assumida pelo capital gerado e mobilizado dentro das fronteiras do país. Para isso, deverão ser fundamentais a expansão e a modernização de um mercado de capitais privados”.

2. MERCADO DE CRÉDITO E INSTRUMENTOS DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA PARA FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

Conforme visto no capítulo anterior, a atuação mais intensiva do mercado de crédito privado brasileiro, e em especial do mercado de capitais, é hoje de fundamental relevância para a alavancagem e sustentabilidade do crescimento econômico. Nesse sentido, o presente capítulo analisará a atual situação do mercado de crédito brasileiro, com ênfase no mercado de valores mobiliários e nos principais instrumentos de captação de recursos para financiamento das empresas. Para tanto, será realizada uma abordagem comparativa entre as principais operações de intermediação atualmente disponíveis no mercado doméstico, tais como *commercial papers*, subscrição de ações, emissão de debêntures e securitização de recebíveis.

2.1 O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL: UMA ABORDAGEM GERAL

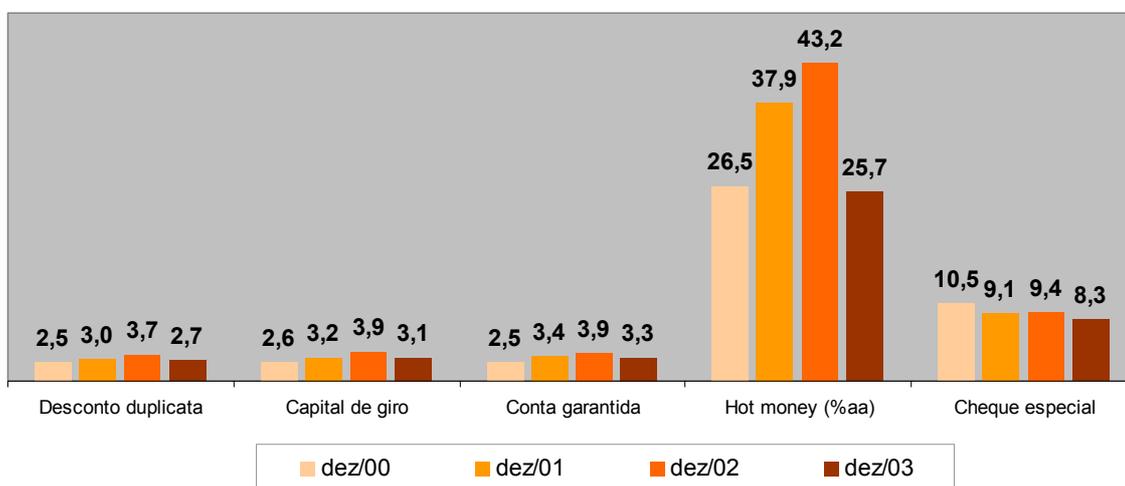
Não obstante o reconhecimento do papel determinante que o mercado de crédito deve desempenhar na retomada do crescimento econômico do país, do ponto de vista macroeconômico, algumas características estruturais da economia brasileira nos últimos anos têm contribuído para dificultar o desencadeamento do processo de crescimento. Se por um lado, a já citada vulnerabilidade externa brasileira vem funcionando como fator de risco inibidor dos investimentos domésticos, transformando-se em verdadeiro gargalo para o desempenho do mercado de capitais nacional, por outro, o baixo ritmo de crescimento econômico, marcado pela intensa volatilidade do ritmo da atividade, vem gerando impactos significativos sobre as expectativas do empresariado local.

O mercado de crédito no Brasil ainda é, portanto, fortemente caracterizado pela oferta reprimida e custo elevado. Em relação ao primeiro, observa-se que a instabilidade macroeconômica aumenta o risco de crédito, ao mesmo tempo em que a renda baixa e concentrada reduz o tamanho do mercado e aumenta os preços unitários dificultando a chegada dos recursos ao setor privado. Essa pequena utilização de crédito pelas empresas pode ser evidenciada pelo volume de empréstimos em operações de crédito livre (ou seja, o saldo do volume total de empréstimos depois de excluídos os repasses de créditos externos, repasses e refinanciamentos com recursos do BNDES e de outras fontes oficiais e recursos bancários obrigatoriamente direcionados para

atividades específicas, como o crédito imobiliário e o rural), que foi de apenas 9,9% do PIB em 2002 (Fachada, Figueiredo & Lundberg, 2003, p.8).

Em relação especificamente ao elevado custo do crédito, em particular para pessoas jurídicas, o Gráfico 1 mostra que, em dezembro de 2003, as taxas médias mensais de empréstimo nas formas mais usualmente utilizadas pelas empresas foram da ordem de 2,7% para desconto de duplicata, 3,1% para capital de giro, 3,3% para conta garantida e 8,3% para cheque especial. Anualizadas, essas taxas passam a ser, respectivamente, 37,7%, 44,2%, 47,6% e 160,3%, além da taxa já anualizada no gráfico para a modalidade de *hot money* de 25,7%. Não obstante a redução destas em relação às taxas do ano anterior, deve-se observar que a inflação em 2003 foi de 8,71%, pelo IGP-M.

Gráfico 1 - Taxas médias de empréstimo (Custo + Spread - % am)



Fonte: In: Figueiredo (2004).

As taxas de juros no Brasil, que estão entre as mais altas no mundo, são resultantes tanto de uma política monetária rígida, que mantém altas as taxas de captação dos bancos, quanto de elevados *spreads* nos empréstimos, que são

resultado dos impostos cobrados nos empréstimos e das altas taxas de inadimplência no setor bancário brasileiro, entre outros fatores (Pinheiro & Cabral, 1998, p.66). De uma forma geral, Fachada, Figueiredo & Lunberg (2003, p.8) destacam uma série de variáveis macroeconômicas e estruturais que afetam o custo de crédito numa economia, tais como: (i) a taxa básica de juros, determinada pelo Banco Central; (ii) os recolhimentos compulsórios dos bancos na autoridade monetária; (iii) a taxa de inadimplência bancária; (iv) a base jurídica para renegociação ou recuperação dos empréstimos não pagos; (v) a carga tributária incidente sobre as operações de crédito; (vi) o grau de estabilidade da economia. Nesse contexto, o crédito depende tanto da autoridade monetária, quanto dos aspectos fiscais, institucionais e jurídicos, além, é claro, da expectativa dos agentes econômicos quanto à manutenção do quadro de estabilidade econômica e institucional.

Como se pode observar, são várias as dificuldades estruturais presentes na economia brasileira para o desenvolvimento mais eficiente do seu mercado de crédito. Primeiramente, há a questão das taxas de juros atualmente praticadas no país, mantidas num patamar elevado com vistas a atrair capital externo e manter a estabilidade monetária. Além disso, Fachada, Figueiredo & Lunberg (2003, p. 14) alertam para a questão da morosidade judicial no Brasil, que, ao dificultar o recebimento de valores contratados, provoca o aumento dos custos dos financiamentos por meio de dois canais: (i) a insegurança jurídica aumenta as despesas administrativas das instituições financeiras, inflando em especial as áreas de avaliação de risco de crédito e jurídica; e (ii) reduz a certeza de pagamento mesmo numa situação de contratação de garantias, pressionando o prêmio de risco embutido no *spread*.

Apesar dessas dificuldades, um dos caminhos mais recomendados para a dinamização do mercado de crédito no Brasil é o desenvolvimento

mais efetivo do mercado de capitais e valores mobiliários. O conceito de “valor mobiliário” foi consolidado pela Lei 10303 de 2001 (artigo 2º) que definiu como tal os seguintes ativos: ações; debêntures; bônus de subscrição; cédulas de debêntures; cotas dos fundos de investimento em valores mobiliários ou clubes de investimento em quaisquer ativos; notas comerciais e contratos futuros, de opção e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários. A negociação com valores mobiliários surge como uma boa opção de captação de recursos para as empresas principalmente em função dos elevados custos de empréstimos bancários. Todavia, um grande obstáculo a ser superado refere-se ao baixo nível de liquidez no mercado de capitais, devido à ausência de mercados secundários ativos e de mecanismos eficientes de formação de preços, além das distorções tributárias entre as diversas modalidades de investimento.

Em suma, “o crescimento do mercado de dívida corporativa no Brasil envolve necessariamente a consolidação de um cenário de estabilidade monetária e fiscal, o desenvolvimento da legislação e regulamentação do setor e, por fim, o avanço da liquidez e transparência nos mercados primário e secundário” (Figueiredo, 2003, p.28). Muitas dessas condições já tiveram suas bases definidas nos últimos anos, com importantes progressos tanto na área macroeconômica quanto no campo regulatório. Como resultado dos incentivos e projetos já adotados com o intuito de aprimorar os mecanismos de captação de recursos diretamente pelas empresas, via mercado de capitais, observa-se um crescimento significativo do volume de emissões de valores mobiliários no mercado doméstico.

No entanto, Figueiredo (2004, p.28) ressalta que novas conquistas ainda serão necessárias, como o aumento da proteção aos investidores, com a adoção de regras de conduta de governança corporativa e transparência pelas empresas; a

obtenção de arranjos institucionais que garantam a aplicação dessas regras; e o estímulo do governo e dos órgãos reguladores, como a criação de fundos especializados em títulos de dívida privada, com o aprimoramento da avaliação dos riscos e da precificação dos papéis. Em paralelo, a experiência internacional comprova que a criação de um mercado forte de títulos privados “depende diretamente da existência de um mercado de títulos públicos consolidado, capaz de funcionar como *benchmark* eficiente, definindo curvas de rendimento e fornecendo instrumentos de *hedge* e aprendizagem aos participantes”. (Figueiredo, 2004, p.127)

2.2 PRINCIPAIS INSTRUMENTOS DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA

As operações de intermediação representam o conjunto de operações em que as instituições financeiras assumem o papel de intermediadores ou gerenciadores de uma determinada operação de captação de recursos pelas empresas, cobrando uma comissão pelos serviços prestados. Em seguida, serão analisados os principais instrumentos de intermediação financeira disponíveis em nível nacional.

2.2.1 Notas promissórias comerciais (*Commercial papers*)

A emissão das notas promissórias comerciais ou *commercial papers* (CP) foi regulamentada pela Instrução CVM 134, de 01/11/90 e a Resolução 1723 do Bacen, sendo vedada às instituições financeiras, empresas de leasing, CTVM e DTVM. O CP é, fundamentalmente, uma nota promissória emitida por uma empresa no mercado local ou externo, para captar recursos de curto prazo. A nota promissória, por sua vez, pode ser definida como: (i) um título de crédito emitido pelas companhias, para colocação pública, que confere a seu titular direito de crédito contra a emitente; ou (ii) um título de crédito pelo qual o emitente promete pagar ao tomador (beneficiário), determinada quantia, no tempo e no lugar fixados na nota.

Segundo Fortuna (1999, p.339), “é um título de curto prazo emitido por instituições não financeiras, sem garantia real, podendo ser garantido por fiança bancária, negociável em mercado secundário e com data de vencimento certa. Foram criados com o objetivo de que as empresas os utilizassem para obter recursos de curto prazo que resolvessem seus problemas de caixa”.

Borges & Lopes (2001), por sua vez, defendem que, como o CP é um título de curto prazo sem garantias e, portanto, genericamente falando, com alta rentabilidade e baixa segurança, deve, idealmente, ter também alta liquidez. Todavia, dado o reduzido tamanho e a instabilidade inerente ao mercado brasileiro, o CP possui baixa reciclagem (possibilidade de ser negociado em mercado secundário) e, portanto, baixa liquidez. Somente grandes empresas alavancadas têm condição de emití-los e este

instrumento acaba funcionando mais como um instrumento de captação de giro ou de ponte para uma composição de recursos de longo prazo, não sendo adequado para um financiamento de infra-estrutura, por exemplo, pois não é compatível com os prazos de maturação do setor.

As vantagens mais evidentes dos CPs são a sua flexibilidade e a livre determinação de prazos. Na data da emissão, o CP é vendido com deságio, ficando implícita uma taxa de juros prefixada, com um prazo mínimo de 30 dias para sociedades por ações de capital fechado e 360 dias para sociedades por ações de capital aberto. Os CPs têm uma taxa de juros maior que a dos certificados de depósito, títulos com os quais disputam os mesmos investidores, e atendem às demandas do mercado investidor no ato da emissão (Borges & Lopes, 2001, p.291). As linhas de crédito anuais que as empresas obtêm de seus bancos servem como proteção adicional aos investidores, assegurando a liquidez no vencimento. Outra vantagem para o emissor do CP em relação a um empréstimo é que a operação é isenta de IOF e possibilita o levantamento de recursos fora do sistema financeiro, atingindo investidores institucionais. Assim, a empresa toma recursos, sem tomar seu limite de crédito junto aos bancos.

Em contrapartida, Fortuna (1999, p.339) alerta que o custo de colocação para o emissor do CP ainda é alto com relação às alternativas de mercado, pois, além dele, a empresa deverá contar com um intermediário da operação que, obrigatoriamente, tem de ser uma instituição financeira. Por outro lado, segundo Borges & Lopes (2001, p.307), as dificuldades inerentes aos CPs não só são medidas em termos de garantia ou de liquidez, “mas também quanto aos prazos e eficácia da execução judicial no Brasil. Isso leva a uma política mais conservadora pelos agentes financeiros e limita seu uso aos grupos que tenham alianças estratégicas com segmentos do mercado financeiro”.

2.2.2 Subscrição de ações

Uma ação representa a propriedade de uma fração do capital social da companhia, o que caracteriza a condição de sócio da empresa. O mercado de ações pode ser dividido em duas etapas: o mercado primário e o mercado secundário. No primeiro, é a própria empresa que emite as ações que, por sua vez, serão ofertadas através de um banco de investimento. Nesse caso, a empresa terá seu capital aberto por meio da emissão desses títulos. No mercado secundário, um banco de investimento é contratado para colocar ações já emitidas e pertencentes a uma determinada pessoa física ou jurídica. As ações são, então, negociadas em bolsas de valores ou mercados de balcão organizado.

As bolsas são associações civis, sem fins lucrativos, que reinvestem seus lucros no desenvolvimento da estrutura do mercado, através de projetos que venham contribuir para o crescimento e consolidação do mercado de ações. Possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa, sujeitas à fiscalização da CVM e às diretrizes do CMN. As bolsas de valores vêm atuando como instrumento indispensável e fundamental para que haja liquidez das ações e dos demais títulos que nela são negociados, verdadeiros catalisadores de poupanças. Como órgãos auxiliares da CVM, cabe a elas fiscalizar os respectivos membros e as operações nelas realizadas.

De acordo com Fortuna (1999:395), as ações podem ser ordinárias, com direito a voto, ou preferenciais, com direito de preferência sobre os dividendos a serem distribuídos. O preço de uma ação, por sua vez, depende das condições de mercado (oferta e demanda) que refletem as condições estruturais e comportamentais da economia do país e específicas da empresa e de seu setor econômico. Em relação aos possíveis investidores, estes podem ser de três tipos básicos: pessoas físicas, pessoas jurídicas e investidores institucionais.

A crescente presença dos investidores institucionais no mercado vem dando um grande impulso às operações e atividades nas bolsas de valores brasileiras. Por força de legislação do CMN, as aplicações dos investidores institucionais são compulsórias, de acordo com as normas de composição e diversificação de suas carteiras, objetivando reduzir o risco de seus investimentos e direcionar recursos para aplicações consideradas prioritárias pelo Governo. Os investidores institucionais, em síntese, podem ser agrupados em:

- a) Fundos mútuos de investimento: constituídos sob a forma de condomínio aberto, representam a reunião de recursos de poupança, destinados à aplicação em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários, com o objetivo de propiciar aos seus condôminos valorização de cotas, a um custo global mais baixo, ao mesmo tempo em que tais recursos se constituem em fonte de recursos para investimento em capital permanente das empresas.

- b) Entidades fechadas de previdência privada: instituições restritas a determinado grupo de trabalhadores, mantidas através da contribuição periódica dos seus associados e de sua mantenedora, que, com o objetivo de valorização de seu patrimônio, são legalmente orientadas a aplicar parte de suas reservas no mercado acionário. É uma opção de aposentadoria complementar.

- c) Fundações e seguradoras: são orientadas pelo Bacen quanto aos limites de aplicação de suas reservas técnicas nos mercados de renda fixa e renda variável.

O mercado acionário é um mercado volátil e sujeito às oscilações conjunturais e das expectativas dos agentes. Como forma de avaliar o desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro, o Índice Bovespa (IBOVESPA) retrata o comportamento dos principais papéis negociados na Bolsa de Valores de São Paulo, sendo um indicador considerado confiável e com uma metodologia de fácil acompanhamento pelo mercado. O IBOVESPA representa não só o comportamento médio dos preços das principais ações, como também o perfil das negociações a vista observadas nos pregões da Bovespa, permitindo um melhor acompanhamento desse mercado não só pelos investidores como por todos os agentes envolvidos.

Vale mencionar, porém, que outros índices, tal como o IBX, têm sido utilizados como *benchmark* por investidores institucionais, pois estes tendem a ser menos voláteis que o IBOVESPA devido uma melhor diversificação em suas composições.

2.2.3 Debêntures

Regulamentada pelas Leis nº6385 e 6404, de 1976, e recentemente atualizada pela Lei 10303 de 2001, a debênture é um valor mobiliário emitido pelas sociedades por ações que asseguram, a seu titular, um direito de crédito contra a companhia emissora, nas condições constantes da escritura de emissões e do certificado, quando este for emitido, porém não dando ao titular o direito de participação nos bens ou lucros da empresa. Representa, em última instância, um empréstimo contraído por uma companhia, para captar recursos, visando financiar investimentos ou capital de giro, mediante lançamento público (direcionada ao público investidor em geral, feito por companhia aberta, sob registro na CVM) ou particular (direcionada a um grupo restrito de investidores, não sendo necessário o registro na CVM).

A possibilidade de a empresa emissora determinar o fluxo de amortizações e as formas de remuneração dos títulos consiste no principal atrativo das debêntures. Essa flexibilidade permite que as parcelas de amortização e as condições de remuneração se ajustem ao fluxo de caixa da companhia, ao projeto que a emissão está

financiando – se for o caso – e as condições de mercado no momento da emissão (ANDIMA & ABRASCA, 2002, p.2). Assim, por possibilitar à companhia otimizar seu perfil de endividamento, uma vez que pode ser emitida a prazos longos e ser amortizada gradualmente, a emissão de debêntures, normalmente limitada ao valor de seu capital social, permite o financiamento de projetos de porte e aumento na disponibilidade de capital circulante.

A debênture é um título de crédito emitido em séries uniformes, pelas companhias ou sociedades por ações, garantindo aos compradores remuneração certa em prazos definidos, sendo representativos de empréstimos amortizáveis, contraídos mediante garantia real (penhor ou hipoteca de determinado bem), garantia flutuante (total dos ativos da companhia, sem especificação do bem), garantia quirografária (sem nenhum tipo de garantia aos credores) ou garantia subordinada (os credores só têm preferência sobre os acionistas da empresa). A espécie da debênture é então definida em função do tipo de garantia oferecida ou da ausência desta.

As debêntures podem ainda ser classificadas como simples (onde o credor recebe juros e correção monetária); conversível (na qual o credor pode optar em transformar suas debêntures em ações depois de determinado prazo de emissão); ou permutável (o credor pode optar em transformar suas debêntures em ações que não as da empresa emissora depois de determinado prazo de emissão). O processo de emissão pública de debêntures transcorre da seguinte forma:

“A emissão de debêntures é decidida em Assembléia Geral de Acionistas ou em reunião do Conselho de Administração da emissora, ambos com poderes para estabelecer todas as condições da emissão. A companhia deve, então, escolher uma instituição

financeira (banco de investimento ou múltiplo, corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários) para estruturar e coordenar todo o processo de emissão. Essa instituição, denominada coordenador-líder, será responsável pela modelagem da operação, transformação da empresa em Sociedade por Ações e obtenção de registro de companhia aberta, caso seja necessário; preparação da documentação e registro da emissão pública junto à CVM, formação do consórcio de distribuição; apresentações (*road-shows*); e colocação dos títulos junto aos investidores. O coordenador é responsável, ainda, pela realização de uma diligência (*due diligence process*) sobre as informações da emissora que serão distribuídas ao público investidor e utilizadas para a elaboração do prospecto de emissão”. (ANDIMA & ABRASCA, 2002, p.6)

Esse processo, no qual as debêntures são ofertadas pela primeira vez através de um intermediário financeiro, é realizado no mercado primário. O mercado secundário é aquele em que são efetuadas as operações de compra e venda de debêntures pelos investidores. No caso das debêntures, essa comercialização é feita principalmente através do SND (Sistema Nacional de Debêntures da ANDIMA) e da Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos – CETIP, mas também pode ser realizada na BOVESPA. Embora ainda incipiente, a possibilidade de negociação no mercado secundário confere às debêntures uma liquidez bem maior que a apresentada pelos CP, que pode compensar as maiores rentabilidades desses últimos dependendo do perfil do investidor.

Segundo Fortuna (1999, p.334), as duas formas principais pelas quais os possuidores de debêntures estão legalmente protegidos são por intermédio de escritura de emissão (ou contrato) e agentes fiduciários. A primeira refere-se ao documento legal que declara as condições sob as quais a debênture foi emitida (direitos,

deveres, juros, prêmio, principal, etc.) e que a empresa emissora deve fornecer ao comprador. O agente fiduciário, por sua vez, é a terceira parte envolvida num contrato debênture que, contratado por um condomínio de debenturistas, representa os mesmos perante a empresa emissora. Consiste no representante legal da comunhão dos interesses dos debenturistas, protegendo seus direitos junto à emissora, cuja presença é obrigatória nas emissões públicas.

Quadro 1 - Exemplo de registro de emissão de debêntures

	<u>Debênture Conversível</u>	<u>Debênture Simples</u>
Data Protocolo:	26/5/2004	18/12/2003
Nº do Processo:	RJ-2004-03443	RJ-2003-13242
Emissora:	TUPY SA	LOJAS AMERICANAS S.A.
Líder:	BB BANCO DE INVESTIMENTO S.A.	BANCO PACTUAL S.A.
Procedimento de Distribuição:		DIFERENCIADO
IPO:	NAO	NAO
Escritura:	28/7/2004	7/1/2004
Data de Oferta:	1/4/2004	1/1/2004
Fiança:	NAO	NAO
Forma:	NOMINATIVA e ESCRITURAL	ESCRITURAL
Instituição Depositária:	BANCO BRADESCO S.A.	BANCO BRADESCO S.A.
Agente Fiduciário:	PLANNER CV SA	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.
Securitização:	NAO	NAO
<u>SÉRIES DE OFERTA</u>		
Tipo:	DCA	DEB
Serie:		1
Espécie:		SUBORDINADA
Quantidade:	56000	10000
Preço:	10.000,00	10.000,00
Volume:	560000000	100000000
Data do Registro:	3/8/2004	29/1/2004
Número do Registro:	CVM/SRE/DCA/2004/00X	CVM/SRE/DEB/2004/004
Data de Encerramento de Distribuição:	3/2/2005	29/7/2004
Prorrogado para:		
Amortização:	SIM	NÃO
Vencimento:	1/4/2012	1/1/2007
Resgate:	SIM	NÃO
Juros:	10% ao ano de Reembolso no Resgate	CDI + 0,9% aa
Prêmio:	Antecipado	
Atualiz Monet:	IGP-M	
Conversão:	Valor Nominal Unitário Atualizado / Valor Patrimonial da Ação	

Fonte: CVM.

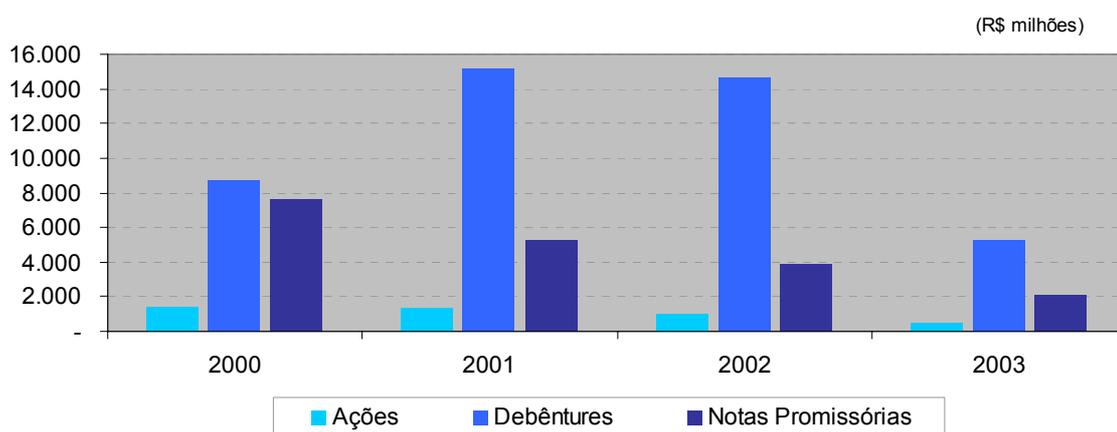
Sobre a evolução do mercado de debêntures, Conde (2002, p.35), no relatório *Retrospectiva 2001* da ANDIMA, afirma que “o mercado de debêntures apresentou forte expansão nos últimos anos, notadamente após a implementação do Plano Real, que propiciou as condições básicas para essa evolução ao assegurar a estabilidade econômica”. Em particular, no que pese as mudanças na legislação que rege o segmento de valores mobiliários e a conjuntura externa desfavorável (que dificulta a captação de recursos externos e induz a busca por fontes nacionais de *funding*), houve um crescimento acentuado de emissões de debêntures em termos de volume e montante negociados em 2001. Considerando que muitos especialistas apontavam como maior entrave à utilização mais intensiva das debêntures como instrumento de captação pelas empresas a complexidade do processo de emissão e repactuação¹ desses papéis, as mudanças nas regras aplicáveis especificamente às debêntures buscaram fundamentalmente agilizar e facilitar tais processos, com destaque para as medidas adotadas visando a flexibilização das emissões e o aprimoramento do SND.

Ainda segundo Conde (2002), o volume recorde atingido em 2001 foi da ordem de R\$ 15,16 bilhões, que representou um aumento de cerca de 80% em relação ao ano anterior. Além dos fatores citados anteriormente, contribuiu também para esse crescimento a iniciativa das empresas emissoras de contratar agências de *rating* para determinar a classificação de risco dos seus papéis. Por outro lado, as altas taxas de juros praticadas no Brasil durante boa parte do ano, ao encarecerem os empréstimos bancários, tornaram o segmento de debêntures relativamente mais atrativo para quem necessitava obter recursos. Esse impulso permaneceu ao longo de 2002, a despeito da

¹ Mecanismo utilizado pelas companhias emissoras de debêntures – quando previsto na escritura de emissão – para adequar seu título, periodicamente, às condições vigentes no mercado e, com isso, torná-los mais atrativos aos investidores.

continuidade da incerteza no ambiente macroeconômico, principalmente em função da eleição presidencial que ocorrera neste ano. Em 2003, entretanto, houve uma queda acentuada no volume de negócios com ativos tradicionais no mercado, como é o caso das debêntures, ações e notas promissórias. Esse cenário é resultado tanto da estagnação econômica observada nesse ano quanto da preferência por captações externas em função da maior liquidez internacional, que gera a reabertura do mercado de crédito aos investidores brasileiros.

Gráfico 2 - Emissões primárias registradas de ações, debêntures e notas promissórias



Fonte: CVM

Figueiredo (2003, p.26), no relatório *Retrospectiva 2002* da ANDIMA, aponta que há ainda bastante espaço para crescimento do volume de emissões e de negociação de debêntures tanto pelo lado da oferta quanto pelo lado da demanda:

“Além de se constituir em alternativa atraente de investimento, contribuindo para a diversificação das carteiras e proporcionando uma melhor relação

risco/retorno, a emissão de debêntures beneficia as empresas pelo lado da oferta. A captação de recursos sem a intermediação financeira geralmente ocorre porque as empresas procuram otimizar sua estrutura de capital, reduzindo custos de financiamento, ou porque, baseadas nas expectativas positivas de seus acionistas e administradores, visam ao crescimento buscando *funding* para novos projetos e negócios”.

Em termos de destinação dos recursos das emissões de debêntures registradas no SND em 2002, o referido autor encontrou um perfil interessante: do total de R\$ 14,3 bilhões, 32% das empresas citaram como objetivo o reforço de capital de giro; 17%, o alongamento do perfil de dívida; e 5,9% a redução de seus passivos. Apenas 12% mencionaram investimentos de prazo mais longo enquanto os demais 33% não especificaram o destino dos recursos.

Portanto, o que se observa atualmente no Brasil, é que os emissores de debêntures ou são empresas de grande porte, que colocam seus títulos de forma regular e homogênea visando muitas vezes apenas o reforço de caixa, ou empresas com estruturas de financiamento inadequadas que, para rolar dívidas ou reduzir passivos externos, muitas vezes têm de captar recursos a custos elevados. Assim, a restrita liquidez do mercado secundário de títulos privados no Brasil está diretamente associada à baixa pulverização dos papéis, que se concentram em fundos de investimento ou de pensão, cuja prática, em geral, é a de carregar as debêntures até o vencimento final, dependendo das características do ativo. O principal desafio para o crescimento do mercado de debêntures consiste, portanto, no incentivo à negociação no mercado secundário para que as debêntures apresentem maior liquidez (Figueiredo, 2003, p.28)

2.2.4 Securitização de recebíveis

Literalmente, a palavra securitização se origina do termo *security* utilizado pra designar genericamente valor mobiliário ou título. Uma receita, que é uma expectativa de resultado, torna-se um recebível quando surge uma relação jurídica que lhe dê respaldo, originada de um contrato ou de um título de crédito (Borges, 1999, p.125). Recebíveis são, portanto, títulos que representam um direito creditório, isto é, o direito a determinado crédito e títulos representativos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como em outros ativos financeiros e modalidades de investimento. Assim, a securitização de recebíveis consiste numa operação financeira que vincula os créditos originários de contratos financeiros, de mútuo, de locação ou outros ativos a valores mobiliários negociáveis em mercados organizados.

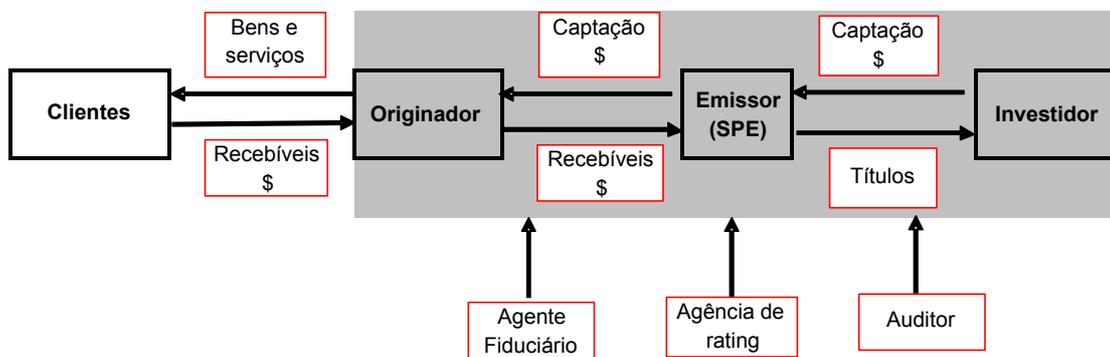
Uma cessão de crédito pode ocorrer “com coobrigação do cedente”, quando este se responsabiliza pela qualidade da carteira de direitos creditórios e, conseqüentemente, assume o risco de inadimplência, ou “sem coobrigação do cedente”, através da venda definitiva desses direitos. Quando a carteira de clientes é muito pulverizada há normalmente uma maior dificuldade por parte do cessionário em avaliá-la e, desta forma, prefere-se a garantia do cedente até o fim da operação. Vale ressaltar que a cessão de crédito com coobrigação do cedente reduz o risco assumido pelo cessionário e, exatamente por isso, exige menores *spreads* na operação (Domingues, 2003).

Em termos de desenvolvimento, o mercado de securitização ainda é incipiente no Brasil. Segundo Meirelles & Bentivegna (2004), até 1997, não havia legislação que tratasse expressamente das normas e procedimentos aplicáveis a uma típica operação local de securitização lastreada em ativos. As estruturas então disponíveis valiam-se de um conceito básico contemplado no Código Civil Brasileiro, qual seja, a cessão de direitos creditórios pela empresa originadora a uma sociedade de propósito específico (constituída sob a forma de sociedade anônima ou por quotas de responsabilidade limitada), à qual incumbia emitir títulos (em emissão privada ou por meio de títulos de dívida em distribuição pública) lastreados em tais direitos creditórios. As sucessivas regulamentações que foram instituídas a partir desse ano consolidaram essa prática, criando as Sociedades de Propósito Específico (SPE) sob a forma de Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários (CSCI) e Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros (CSCF).

Domingues (2003) descreve a operação de securitização da seguinte maneira: o originador inicia o processo ao realizar uma venda a prazo e, em seguida, transfere os créditos relativos a essa venda para o emissor (SPE). Este, por sua vez, utiliza os direitos creditórios como lastro dos títulos de crédito emitidos (debêntures, certificados, notas promissórias, etc.), o que tende a reduzir o risco de crédito relativo a esses papéis. No sentido inverso, os recursos provenientes dos investidores, detentores dos títulos, são repassados para o emissor e deste para o originador, onde são utilizados das mais diversas formas, desde reestruturação de passivos até ampliação de capacidade produtiva. Uma das metas principais de uma securitização é, portanto, a separação do risco de crédito da carteira de ativos que está sendo securitizada do risco de crédito do originador, que é alcançada justamente na venda dos ativos para a SPE. O balancete da

SPE consiste, portanto, em ativos adquiridos do originador enquanto suas obrigações são os títulos emitidos.

Figura 1: Estrutura final de uma operação de securitização



Fonte: Domingues (2003)

Os agentes fiduciários são responsáveis por supervisionar todo o processo em favor dos detentores dos títulos, podendo até mesmo declarar vencimento antecipado da operação. As agências de *rating* têm como principal função oferecer aos investidores uma avaliação imparcial e especializada do risco de crédito da operação, através da análise da qualidade da carteira de recebíveis e seu histórico, a situação econômica e financeira dos originadores desses créditos e a estrutura de garantias da operação. Por fim, os auditores são incumbidos de auditar os relatórios emitidos pelos originadores, pelo emissor e pela instituição responsável pela cobrança dos créditos cedidos.

Como forma de complementação do esquema, Martins & Pinto (2004, p.176) citam ainda que podem ser realizadas operações de *swap*² a fim de separar o risco de crédito do risco de mercado. Isso porque a carteira de recebíveis é heterogênea e pulverizada, abrangendo diversas formas de contrato e, portanto, diferentes taxas de juros numa mesma carteira. Dessa maneira, os investidores finais têm suas incertezas de retorno reduzidas, com o recebimento de taxas de juros variáveis, mas refletindo as condições de mercado e baseadas numa taxa indexada a um *benchmark* de curto prazo de forma a se ajustar rapidamente aos movimentos do mercado.

Sandback (2003) aponta várias razões que levariam um originador a securitizar seus ativos, dentre as quais se destacam: (i) o acesso imediato a caixa; (ii) a diversificação das fontes de captação de recursos, uma vez que a securitização pode ampliar a gama de alternativas de captação disponíveis para a companhia e adicionalmente, em tempos de estresse financeiro ou durante um ciclo econômico de baixa, o mercado de ativos lastreados tende a ser muito mais aberto ao originador do que o mercado de dívidas não-garantidas; e (iii) a disponibilidade de captação com custos potencialmente mais baixos, que, em certos casos, pode resultar em custos diretos de captação mais baixos se comparados aos custos de empréstimos comuns, não garantidos. Borges (1999) afirma ainda que a securitização de recebíveis tem vários benefícios para as sociedades originadoras dos recebíveis, tais como permitir o foco na atividade-fim e assegurar uma fonte estável de financiamento, com liberação de linhas de crédito bancário, ampliação da base de investidores e melhora dos índices financeiros.

² A palavra *swap* significa troca ou permuta e designa uma operação de troca de posições. A operação mais usual consiste no *swap* de taxas de juros, que envolve, por exemplo, a troca de taxas flutuantes por fixa em um contrato.

A opção por uma CSCI ou CSCF dependerá da natureza do direito creditório objeto da securitização. Qualquer fluxo monetário atual ou futuro que é gerado através de ativos pode ser securitizado e, portanto, diferentes tipos de itens podem servir de lastro em uma securitização de recebíveis, a saber: contratos de locação/venda de imóveis; pedágio de rodovias; venda a crédito; contas de luz, água, telefone, desde que administradas e geradas por empresa privada; faturas de cartão de crédito; exportações; mensalidades escolares; mensalidades de planos de saúde; carteira de crédito de instituição financeira; e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). As operações de securitização representam, portanto, uma área de atividade financeira de rápido crescimento, considerando a variedade de recebíveis (ativos-lastros) que podem ser securitizados.

A securitização de recebíveis imobiliários, por exemplo, consiste numa operação pela qual créditos imobiliários, adquiridos no mercado primário, junto às entidades financiadoras de imóveis, são expressamente vinculados à emissão de uma série de CRI. A securitização é formalizada mediante a lavratura, por uma companhia securitizadora (no caso uma CSCI), de um termo de securitização e a operação se conclui com a venda do CRI aos investidores. Segundo a Uqbar (2004), “espera-se que a porcentagem de emissões feitas por Securitizadoras Imobiliárias continue crescendo a medida que o setor mobiliário se prepare para o uso dessa tecnologia financeira como um dos principais mecanismos para suas atividades e o mercado de investidores institucionais aumente seu entendimento sobre os riscos e vantagens dos CRI”.

No caso específico da securitização de carteiras de ativos de instituições financeiras, os investidores adquirem títulos cujos fluxos de caixa dependem diretamente da cobrança de contas a receber da referida carteira. São passíveis de securitização todos os créditos financeiros e as companhias securitizadoras desses ativos

(CSCF) são sociedades anônimas, cuja captação de recursos para a aquisição de créditos pode dar-se mediante a emissão de títulos patrimoniais ou de dívida.

Sandback (2003) ressalta que o gerenciamento de pagamentos e a correta administração da carteira de ativos, de modo a assegurar que todos os pagamentos dos ativos securitizados sejam recebidos pontualmente e que os recebíveis em atraso sejam liquidados, é um elemento chave em qualquer securitização. Tipicamente o originador continua a prover este tipo de serviço para a carteira de ativos que ele securitiza. Na eventualidade de tal responsabilidade ter que ser transferida a uma outra entidade, a securitização é usualmente estruturada de modo a prover uma boa retaguarda operacional assim como liquidez para facilitar uma transferência sem sobressaltos, com um impacto mínimo no desempenho dos ativos.

Assim, uma bem sucedida operação de securitização favorece tanto as instituições financeiras em função dos fatores citados anteriormente, como também permite a uma empresa obter os recursos sem comprometer o seu limite de crédito junto aos credores e sem prejudicar os índices de endividamento do seu balanço, sendo que, para tal, a empresa deve possuir recebíveis de curto prazo bastante pulverizados. Além disso, a securitização possibilita a empresas pequenas ou financeiramente fracas, com pouco ou nenhum histórico de mercado, o acesso à captação de recursos financeiros a custos competitivos. Os investidores podem também se beneficiar da qualidade de informação disponível numa operação de securitização, dado que quando os ativos são securitizados, o originador geralmente informa detalhes da performance dos mesmos. Há também uma maior transparência em termos das capacidades de endividamento e de serviço de dívida do originador e, dado que essas transações são

tipicamente avaliadas por agências de *rating*, há um contínuo monitoramento de desempenho (Sandback, 2003).

Ainda em relação às vantagens desse tipo de operação, Domingues (2003) defende que embora envolva maiores custos fixos relativos à sua estruturação, a securitização de recebíveis pode ser uma boa alternativa para captar recursos a uma taxa de juros favorável. Além disso, a colocação dos títulos pode ser mais fácil do que a obtenção de uma linha de crédito convencional, por envolver maior número de credores. Por fim, cabe chamar atenção que a maior facilidade de revenda do papel antes do seu vencimento no mercado secundário favorece operações de longo prazo.

Todavia, alguns fatores funcionam como inibidores de operações dessa natureza, com destaque para os aspectos sobre a constituição das SPE no que concerne à falta de regulamentação específica sobre estas e a caracterização do *trustee*; além da falta de um regime tributário especial, considerando que as SPE estão sujeitas ao pagamento de impostos normalmente devidos por toda e qualquer empresa constituída no Brasil (Pentágono S.A., 2003). Borges (1999, p.129) ressalta ainda outros fatores críticos em uma operação de securitização de recebíveis, sob o ponto de vista do mercado financeiro:

“Naturalmente, o primeiro deles é o comprometimento estratégico da sociedade originadora dos recebíveis com a operação e a preservação das condições em que os ativos securitizados foram gerados. Também é fundamental a escolha do estruturador (agente financeiro responsável pela operação) e a adoção de uma estratégia correta de colocação dos títulos. Mas também não devem ser esquecidas a existência de mecanismos e níveis adequados de cobertura para riscos de crédito e a fixação de uma remuneração compatível com cenários de risco. Os aspectos

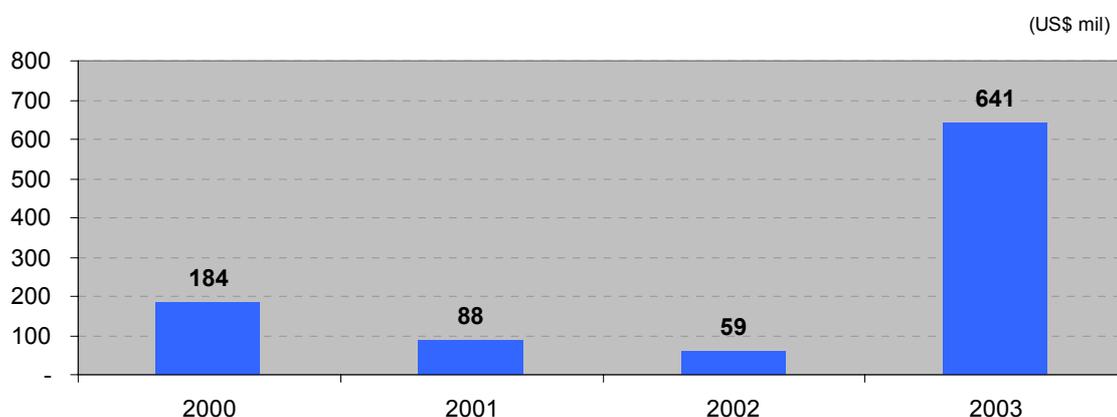
operacionais também devem estar cobertos, tal como a manutenção de sistemas adequados de controle dos ativos securitizados. Finalmente, deve ser observada a capacidade dos participantes externos”.

Para tentar driblar tais dificuldades e também fomentar o volume de crédito concedido no Brasil, o CMN aprovou, em 2001, uma legislação dispendo sobre a constituição e funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC, isto é, fundos cujas carteiras são compostas por recebíveis (por isso usualmente chamados de fundo de recebíveis). Nesse caso, o cedente dos créditos não precisa montar uma SPE, economizando custos tributários e administrativos e, para ele, a operação é neutra do ponto de vista de impostos. A maior vantagem dos Fundos de Recebíveis em relação às securitizadoras está, portanto, no tratamento fiscal: por constituírem uma comunhão de bens, os Fundos de Recebíveis não estão sujeitos aos impostos normalmente pagos pelas empresas.

De acordo com o relatório *Revisão de 2003 e Perspectivas para 2004* da Moody's para a América Latina, “nos mercados domésticos, os investidores estão gradualmente atribuindo um maior valor aos benefícios dos produtos de finanças estruturadas e, como resultado, a securitização doméstica tem consistentemente ganhado impulso em toda a região” (Moody's, 2004, p.1). Em particular, Brasil, México, Colômbia e Chile foram os países responsáveis pelo maior volume de emissões securitizadas na América Latina em 2003, sendo que 28% da atividade local de securitização na América Latina aconteceu no Brasil, enquanto, em 2002, o país respondeu por apenas 4% do volume de securitização da região. Vale lembrar que, nos Estados Unidos, o mercado de securitização cresce a uma taxa média de 30% ao ano, desde o seu surgimento, em 1985

(Cordioli, 2004, p.44) e que a maioria das operações de securitização nos Estados Unidos é realizada através operações muito similares ao modelo de securitização brasileiro chamadas de *asset-backed securities (ABS)* e *collateralized debt obligation (CDO)*, as quais apresentaram, em 2004, emissões no montante de US\$ 622 bilhões e US\$ 103 bilhões, respectivamente, sendo que 66% dos ABS emitidos são lastreados em créditos imobiliários.

Gráfico 3 - Securitizações Domésticas - Brasil - 2000-2003



Fonte: Moody's

Esse impulso é em grande parte atribuído ao estabelecimento dos FIDC: “a maior oportunidade aconteceu no Brasil, onde a atividade doméstica de securitização recebeu uma (muito necessária) injeção de ânimo, através do crescimento das emissões através de um novo veículo, os fundos de investimentos de recebíveis (Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios ou FIDCs)” (Moody's, 2004, p.2). De fato, segundo o referido relatório, aproximadamente 88% do capital que foi levantado no mercado de securitização do Brasil em 2003, foi feito via veículos tipo FIDC.

Por sua vez, a Uqbar, consultoria especializada na análise de operações financeiras estruturadas, estimou em seu relatório para o primeiro semestre de 2004 que as operações de securitização atingiram R\$ 1,32 bilhão no primeiro semestre de 2004, com crescimento de 595% em relação ao mesmo período do ano anterior (que foi de R\$190 milhões). Ainda segundo a consultoria, o volume alcançado em apenas seis meses de 2004 representou quase 80% do registrado em todo o ano de 2003, sendo que maior parte desse valor (83% das emissões) era de Fundos de Recebíveis (FIDC) e o restante de companhias securitizadoras e SPE.

Deve-se ressaltar que o aumento registrado se deveu, principalmente, às operações registradas em 2003 (73% do total) que iniciaram ou continuaram a distribuição de seus títulos de securitização em 2004. Em particular, a área industrial foi o principal setor a usufruir a tecnologia da securitização em 2003 com operações envolvendo recebíveis de grandes empresas, mas tem crescido também o financiamento de pequenas e médias empresas utilizando esse instrumento de captação (Spragins, 2004, p.51).

De acordo com Cordioli (2004, p.44), os fundos de pensão, o grande alvo das emissões, compraram R\$ 403 milhões em FIDC pelos dados da Secretaria de Previdência Complementar (SPC). E há um grande potencial de crescimento, considerando que apenas 0,33% da carteira coletiva do sistema de previdência complementar está investida em títulos de securitização e que metade dos programas de investimento das fundações ainda está alocado em títulos públicos, que vem perdendo atratividade. Assim, dado esse crescente volume de negociação, o próximo capítulo será dedicado a essa nova modalidade de captação.

3. OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS - FIDC

De acordo com a análise do capítulo anterior, as operações de securitização são realizadas por meio da constituição de uma SPE, que se torna o principal veículo de segregação de risco utilizado. Entretanto, considerando que no Brasil não há normas societárias e tributárias especiais para as SPEs, as operações de securitização tornam-se mais complexas e onerosas em função da incidência de diversos impostos sobre essas companhias. Nesse sentido, o FIDC busca criar um mercado de securitização mais eficiente, na medida em que dispensa a criação de uma nova companhia e conta com a não incidência desses impostos.

Este capítulo busca, portanto, mostrar como FIDC ou fundos de recebíveis vêm aumentando sua participação como forma de financiamento das empresas. Serão abordadas a legislação desses fundos, suas formas de constituição,

estrutura e administração, tipos existentes, vantagens e desvantagens dessa opção e os fundos emitidos no Brasil e avaliados pelas agências de classificação de riscos.

3.1 ARCABOUÇO REGULATÓRIO

A Resolução 2907 de 29 de novembro de 2001, do Banco Central do Brasil, estabeleceu a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), destinados preponderantemente à aplicação em direitos creditórios e em títulos representativos desses direitos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como nas demais modalidades de investimento admitidas em regulamentação instituída posteriormente pela CVM, por meio da Instrução nº 356 de 17 de dezembro de 2001.

Nesta regulamentação foi estabelecido que o fundo deve manter após 90 (noventa) dias do início de suas atividades, no mínimo, 50% de seu patrimônio líquido em direitos creditórios, podendo aplicar o remanescente em títulos de emissão do Tesouro Nacional; títulos de emissão do Banco Central do Brasil; créditos securitizados pelo Tesouro Nacional; títulos de emissão de estados e municípios; certificados e recibos de depósito bancário; e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS).

Os direitos creditórios e os demais ativos integrantes da carteira do fundo devem ser custodiados, bem como registrados e/ou mantidos em conta de depósito diretamente em nome do Fundo, em contas específicas abertas no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - Selic, em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil ou em instituições ou entidades autorizadas à prestação desses serviços pela referida autarquia ou pela CVM.

No que se refere à administração do Fundo, esta pode ser exercida por banco múltiplo, por banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, por banco de investimento, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários. Ainda segundo os termos da referida lei, os FIDC deverão apresentar as seguintes características:

- a) Ser constituídos na forma de condomínio aberto (onde os condôminos podem solicitar resgate de cotas, em conformidade com o disposto no regulamento do fundo) ou fechado (modalidade na qual as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou em virtude de sua liquidação, admitindo-se, ainda, a amortização de cotas por disposição do regulamento ou por decisão da assembléia geral de cotistas);
- b) Somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o

subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado³;

- c) Serão classificados ou terão os seus ativos classificados por agência classificadora de risco em funcionamento no país; e
- d) Terão valor mínimo para realização de aplicações de R\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil reais).

O funcionamento dos FIDC depende ainda de prévio protocolo na CVM de diversos documentos, tais como o documento contendo a deliberação de constituição e o inteiro teor de seu regulamento; prospectos e material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo; o nome do auditor independente, do custodiante e da agência classificadora de risco contratados pelo administrador do fundo; e a documentação referente à designação, atribuições e responsabilidades do diretor ou sócio-gerente da instituição administradora.

O regulamento de cada FIDC deve também prever a disponibilização de informações sobre a natureza dos direitos creditórios a serem adquiridos e dos instrumentos jurídicos, contratos ou outros documentos representativos do crédito; a descrição dos processos de origem dos direitos creditórios e das políticas de concessão dos correspondentes créditos; e a descrição dos mecanismos e procedimentos de

³ Instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades de previdência complementar; pessoas jurídicas não financeiras com patrimônio líquido superior a R\$ 5 milhões; investidores individuais que possuam carteiras de valores mobiliários e/ou cotas de fundos de investimentos de valor superior a R\$ 250 milhões; pessoas físicas com patrimônio superior a R\$ 5 milhões; fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados.

cobrança dos direitos creditórios, inclusive inadimplentes, coleta e pagamento/rateio destas despesas entre os membros do condomínio, caso assim seja determinado pelo regulamento do Fundo. Além disso, a respectiva política de investimento a ser divulgada deve especificar:

- a) As características gerais de atuação do Fundo, entre as quais os requisitos de composição e de diversificação da carteira, os riscos de crédito e de mercado e os demais riscos envolvidos;
- b) O segmento onde o fundo vai atuar;
- c) A possibilidade de realização de aplicações que coloquem em risco o patrimônio do fundo;
- d) A possibilidade de realização de operações nas quais a instituição administradora atue na condição de contraparte do fundo;
- e) Que as aplicações no fundo não contam com garantia da instituição administradora ou do Fundo Garantidor de Créditos - FGC;
- f) Os limites para a realização de aplicações do fundo em direitos creditórios da instituição originadora e/ou de sua coobrigação, bem como de seu controlador, de sociedades por ela direta ou indiretamente controladas

e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum.

O diretor ou sócio-gerente indicado deve elaborar demonstrativos trimestrais evidenciando que as operações praticadas pelo fundo estão em consonância com a política de investimento prevista em seu regulamento e com os limites de composição e de diversificação a ele aplicáveis, bem como que as modalidades de negociação foram realizadas a taxas de mercado.

O artigo 9 da referida regulamentação traz ainda as situações em que a CVM poderá determinar a liquidação do fundo. No caso dos fundos abertos, a liquidação poderá ocorrer quando estes não tiverem alcançado o patrimônio líquido estabelecido, no prazo de 90 (noventa) dias a contar da data do protocolo na CVM dos documentos exigidos. Para os fundos fechados, a CVM poderá liquidá-los quando não for subscrita a totalidade das cotas representativas do seu patrimônio inicial, no prazo de 180 (cento e oitenta) dias a contar do protocolo na CVM. Também pode ser liquidado o fundo que mantiver patrimônio líquido médio inferior a R\$500.000,00 (quinhentos mil reais), pelo período de 3 (três) meses consecutivos. A critério da CVM, tais prazos poderão ser prorrogados por até um período igual ao inicial.

A Instrução 356 da CVM também estabelece a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FICFIDC), definidos como uma comunhão de recursos que destina no mínimo 95% (noventa e cinco por cento) do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em cotas de FIDC. Entretanto, suas aplicações em cotas de um mesmo fundo não podem exceder 25% (vinte e cinco por cento) de seu patrimônio líquido,

admitida a extrapolação do referido limite, desde que prevista no regulamento respectivo, na parte pertinente à descrição da política de investimento.

Em 17 de janeiro de 2002, o Banco Central editou uma nova Resolução (nº 2922) permitindo a aplicação de recursos das entidades de previdência complementar, das sociedades seguradoras e das sociedades de capitalização na aquisição de quotas de FIDC e FICFIDC, observados os limites e as condições estabelecidos na regulamentação em vigor. Mesmo impondo algumas limitações à aplicação de recursos dessas entidades nos fundos de recebíveis (como a aplicação máxima de 10% do montante dos recursos destinados a esse tipo de fundo, a não permissão para aplicação em fundos não classificados por agências classificadoras de risco ou em fundos considerados de alto risco de crédito pela respectiva agência avaliadora), tal Resolução contribui para ampliar a carteira de potenciais investidores do FIDC.

Em 22 de julho de 2003, a CVM resolveu, através da Instrução nº 393, introduzir alguns ajustes na legislação dos FIDC que vinham sendo demandados pelo mercado, dentre os quais destacam-se:

- a) O registro automático do fundo mediante protocolo na CVM dos documentos necessários, permitindo maior rapidez na criação de novos fundos;
- b) A possibilidade de criação de mais de uma classe ou série de cotas, permitindo que o regulamento do fundo defina diferentes rentabilidades, preços de amortização

e resgate para diferentes prazos de classes ou séries de cotas;

- c) Ampliação do elenco de direitos e títulos representativos de crédito que podem integrar a carteira dos FIDC, desde que previamente reconhecidos pela CVM (ex: créditos ainda não “performados”, ou seja, créditos a serem concretizados no futuro);
- d) A possibilidade de contratação, às expensas do fundo, de profissional para zelar pelos interesses dos cotistas;
- e) A obrigatoriedade da classificação por agência de *rating* de cada classe ou série de cotas do fundo;
- f) A determinação para que as cotas de fundos fechados sejam negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado; e
- g) A não obrigatoriedade da emissão de prospecto.

Com a nova Instrução, as cotas do fundo passaram então a ser escriturais (não mais nominativas) e as cotas seniores a ter uma única classe, admitindo-se classes de cotas subordinadas às cotas seniores, para efeito de amortização e resgate. No caso de fundos fechados, as cotas seniores podem ser divididas em séries com valores e prazos diferenciados para amortização, resgate e remuneração. Além disso,

admite-se o resgate de cotas seniores em direitos creditórios, nos termos do regulamento, exclusivamente nas hipóteses de liquidação antecipada do fundo e, em se tratando de cotas subordinadas, admite-se que a integralização, a amortização e o resgate sejam efetuados em direitos creditórios. Por fim, cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência de *rating* em funcionamento no País.

A regulamentação dos FIDC tem levantado diversas discussões entre os especialistas. Um artigo da *Pentágono Trustee* (2003) já criticava, por exemplo, na regulamentação original dos FIDC (Instrução 356), a não previsão de emissão de cotas seniores com características distintas, e em séries indeterminadas, ponto este que foi alterado pela Instrução 393. Todavia, o referido artigo ainda ressalta alguns pontos relevantes que, no seu entender, necessitam ser alterados, como o resgate de cotas subordinadas somente após a integral liquidação das cotas seniores.

Por outro lado, *Meirelles & Bentivegna* (2004), analistas do *Pinheiro Neto Advogados*, sustentam que justamente uma das características mais importantes e inovadoras dos fundos de recebíveis diz respeito à classificação de suas cotas em preferenciais (sênior) ou subordinadas, para fins de amortização e resgate. Entretanto, em outro relatório, *Bentivegna, Melo & Amatuzzi* (2002, p.6) criticam certas responsabilidades atribuídas às instituições custodiantes, que foram mantidas na Instrução 393, tais como os incisos II e III do artigo 38 que se referem às atribuições de validar os direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento do fundo e realizar a liquidação física e financeira dos direitos creditórios, evidenciados pelo instrumento de cessão de direitos e documentos comprobatórios da operação. Segundo os analistas, tais responsabilidades irão elevar os custos da prestação desse serviço uma vez que não fazem parte das atividades normais das instituições custodiantes.

Em 21 de novembro de 2003 a CVM editou ainda a Instrução 399 que regulamentou a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social – FIDC-PIPS, nos termos da Lei nº10.735, de 11 de setembro de 2003. O FIDC-PIPS é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio fechado, sem personalidade jurídica, para aplicação em direitos creditórios originários de projetos e/ou programas aprovados pelo Governo Federal, destinados à criação e à implementação de núcleos habitacionais que tornem acessível moradia para segmentos populacionais de diversas rendas familiares, mediante a construção de núcleos habitacionais providos de serviços públicos básicos, comércio e serviços, enquadrados na legislação do PIPS.

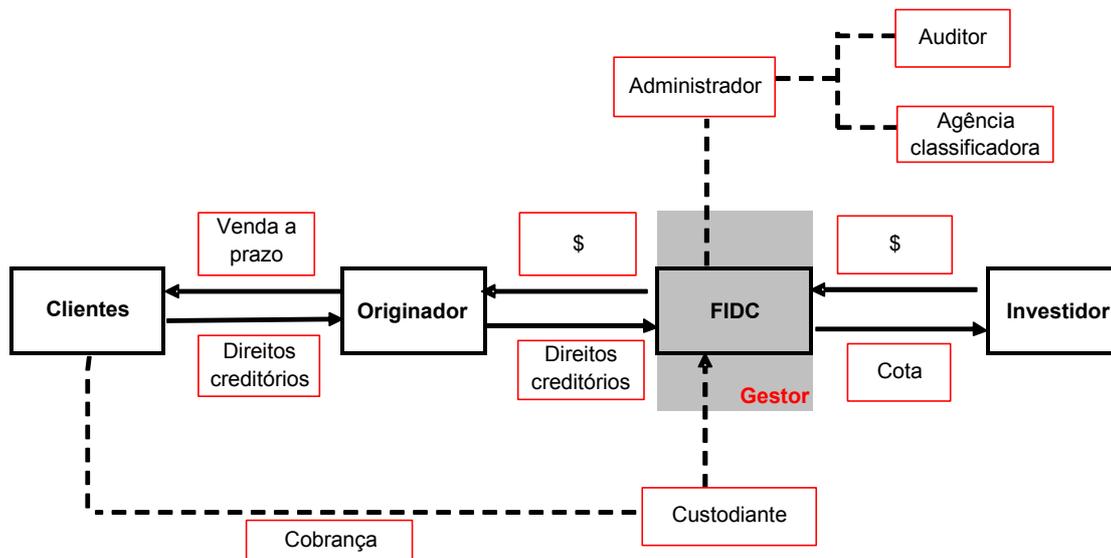
Nesse caso, a administração do fundo é exercida por instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil que possua registro na CVM para o exercício profissional de administração de carteira. Esta deve apresentar no mínimo 95% dos recursos aplicados no FIDC-PIPS que, por sua vez, são direcionados para aquisição dos recebíveis originados a partir dos projetos, observados, em relação a cada espécie de destinação, os percentuais mínimos estabelecidos em regulamento. A parcela não comprometida com as aplicações acima é constituída por títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, ou pelo Banco Central, ou por operações compromissadas lastreadas nesses títulos públicos federais, respeitado o limite de 5%.

3.2 MECANISMO DE FUNCIONAMENTO DO FIDC

Com base no arcabouço regulatório descrito na seção anterior e considerando a estrutura final de uma operação de securitização apresentada no capítulo 2, pode-se entender o mecanismo de funcionamento do FIDC como a seguir. O originador, que pode ser um banco ou uma empresa, empresta ou vende a prazo para seus clientes e estes somente pagarão ao originador o valor correspondente ao empréstimo ou a venda daqui a x meses. O originador, portanto, passa a ter os direitos creditórios referentes a essa operação que serão quitados no prazo determinado pelos clientes. Entretanto, o banco ou a empresa pode decidir vender esses direitos creditórios para um fundo criado especialmente com esse propósito e, assim, receber adiantadamente os valores referentes a esses créditos. Nesse caso, o Administrador do Fundo e o Custodiante passam a ser responsáveis pela gestão dos créditos. Em suma, o investidor que participar do fundo aplicará uma quantia determinada para pagar o banco e, desta forma, quem vai receber o dinheiro que os clientes devem são os cotistas do fundo.

A vantagem para a empresa ou banco é o recebimento adiantado do crédito, além, é claro, da transferência de risco de inadimplência. Já para o investidor geralmente há as seguintes vantagens: o desconto na aplicação, já que, como vai receber antes, o banco pode conceder uma redução no valor que seria recebido adiante; e também o recebimento dos juros que deverão ser pagos pelos devedores no vencimento. Esta é, resumidamente, a lógica de funcionamento de um FIDC, ou seja, é a possibilidade de se aplicar dinheiro no direito de recebimento de crédito de uma outra instituição, seja um banco ou uma empresa.

Figura 2: Estrutura final de uma operação de FIDC



Fonte: Domingues (2003)

Uma das possibilidades que vem sendo sinalizada pelo mercado é a constituição de FIDC que atuarão em determinado segmento de mercado, ou seja, terão suas carteiras compostas por recebíveis oriundos de certa atividade e/ou empresa. Assim, ao transferir a titularidade desses títulos e direitos ao FIDC, instituições financeiras, indústrias, concessionárias de serviços públicos, companhias imobiliárias e comerciais têm a oportunidade de melhorar a composição de sua carteira de ativos e de seu balanço de modo geral, além de monetizá-los de imediato. Por outro lado, essa “especialização” dos fundos facilita a análise da qualidade dos créditos adquiridos e, conseqüentemente, daria maior segurança ao investidor quanto ao risco do investimento.

Cabe chamar atenção que as receitas auferidas pelos FIDC não são tributadas pelas contribuições PIS e COFINS, tampouco pelo Imposto de Renda de Pessoa Jurídica - IRPJ e pela Contribuição Social Sobre o Lucro – CSSL. Esse tratamento pode representar uma economia fiscal de cerca de 50% se comparado à tributação da

estrutura tradicional de securitização via sociedade por ações tributada pelo lucro real (Sandoval & Oliveira, 2001). Com relação à tributação dos cotistas, a incidência do Imposto de Renda de Pessoa Física - IRPF equipara-se àquela aplicável aos Fundos de Investimento Financeiro (FIF), além do IOF se o resgate ocorrer antes de 30 dias.

Em suma, além da diminuição da carga tributária e dos custos de estruturação, o FIDC proporciona maior segurança na segregação dos créditos cedidos, uma vez que os mesmos passam a compor a carteira do Fundo, cujo patrimônio desvincula-se daquele do cedente dos créditos, mitigando-se o risco de serem incluídos na massa falida, em caso de falência da empresa cedente. Ainda assim, Domingues (2003, p.2) aponta alguns pontos que devem ser observados com atenção por potenciais investidores:

- a) Taxa de administração, taxa de desempenho ou performance, além de outras taxas e despesas;
- b) Características de todas as classes e séries de cotas;
- c) Prazos de carência e de duração do fundo;
- d) Periódico utilizado para a divulgação de informações;
- e) Terceiros contratados para prestação de serviços ao fundo (administração, auditoria, gestão da carteira, consultoria e custódia);
- f) Metodologia de avaliação de ativos;

- g) Procedimentos a serem adotados na hipótese de rebaixamento de classificação das cotas por agência classificadora de risco;
- h) Política de investimento.

3.3 TOTAL DE FUNDOS EMITIDOS NO BRASIL E RESPECTIVAS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO

Embora a regulamentação original dos FIDC tenha ocorrido em 2001, apenas a partir de meados de 2002 observou-se um expressivo aumento do volume de registros e ou protocolos concedidos pela CVM. Segundo Figueiredo (2004, p.127), o aumento expressivo do patrimônio dos FIDC, em especial em 2003, deve-se não apenas às vantagens oferecidas por essa modalidade de fundo aos emissores, mas também à flexibilidade em sua montagem e aos benefícios fiscais, em comparação com outros ativos como as debêntures. Além disso, os FIDC proporcionam aos investidores melhor relação risco/retorno, ante os fundos de renda fixa convencionais. O autor ressalta ainda que esse crescimento foi também influenciado pelo fato de que esses fundos permitem a participação de empresas fechadas e pela Instrução 399, que permitiu que investidores de varejo adquirissem cotas de FIDC constituídos para fins de financiamento ao PIPS – Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social.

Domingues (2003) também observa que, com base nos primeiros FIDC em operação, a relação entre risco e retorno se apresenta bem favorável quando comparada com a de um fundo comum. Segundo o autor, “considerando um nível de colaterização (relação entre cotas subordinadas e cotas seniores) adequado, a volatilidade das cotas seniores tende a zero. Em termos de rentabilidade, existem FIDC que remuneraram essas cotas em até 115% do CDI”. De fato, os resultados da evolução surpreendente dos FIDC podem ser atestados comparando-se os dados de registro desses fundos em 2002 e 2003 (Tabela 1) e o montante das aplicações em FIDC registrados em 2004. Em 2002, houve dois registros de fundos (Ideal Educação e BGNMAX) somente em dezembro. Em 2003, foram 16 registros na CVM totalizando 18 registros nesses dois anos.

**Tabela 1: Registros de FIDC em 2002 e 2003
Posição em dez/2003**

Razão Social	Registro
1 IDEAL EDUCACAO FIDC	18/12/2002
2 BGNMAX FIDC - (BGNMAX)	27/12/2002
3 BMG FIDC SERV.PUBLIC. I	7/3/2003
4 FMAX FIDC	21/3/2003
5 CONCORDIA FIDC	23/5/2003
6 PANAM. ORIGIN.CDC VEÍC.	12/9/2003
7 AUTOPAN ORIGIN. CDC VEÍC.	25/9/2003
8 PAO DE ACUCAR FIDC	1/10/2003
9 MASTER PANAM.ORIG. VEÍC.	10/10/2003
10 PERDIGÃO FIDIC	14/10/2003
11 PETROFLEX FIDC	14/10/2003
12 VERAX CRED. CONSIGN. I	14/11/2003
13 PARMALAT FIDC	27/11/2003
14 CATERPILAR FIDC	10/12/2003
15 BBM CONSUMER FINANCE	11/12/2003
16 RURAL PREMIUM FIDC	11/12/2003
17 GP AETATIS II FIDC	12/12/2003
18 CHEMICAL FIDC	15/12/2003

Fonte: CVM e Sussekind (2004)

O quadro atual revela um crescimento ainda mais expressivo: em setembro de 2004, havia um total de 41 registros de FIDC na CVM,

envolvendo 750 cotistas e um patrimônio líquido superior a 4 milhões de reais. Além dos 41 FIDC registrados na CVM (sendo 18 em 2002 e 2003, e 23 em 2004), foram também registrados, até setembro de 2004, quatro FICFIDC (Tabelas 1, 2 e 3).

**Tabela 2: Registros de FIDC em 2004
Posição em set/2004**

Razão Social

- 1 AGORA SENIOR FIDC CRI
- 2 AMANCO FIDC
- 3 BMG FIDC SERV.PUBLIC. II
- 4 BMG FIDC SERV.PUBLIC. III
- 5 CONCORDIA POLARIS FIDC
- 6 F BONSUCESSO IDC EMPREST.C/CONSIGNACAO EM FOLHA
- 7 F COPESUL IDC
- 8 FIDC ABERTO BCSUL VERAX CPP 120
- 9 FIDC ABERTO BCSUL VERAX CPP 180
- 10 FIDC ABERTO BCSUL VERAX CPP 360
- 11 FIDC ABERTO BCSUL VERAX CPP 60
- 12 FIDC BANCOOP I
- 13 FIDC BGNPREMIUM I CREDITO CONSIGNADO
- 14 FIDC CPFL PIRATININGA
- 15 FIDC CREDIMAX
- 16 FIDC INDUSTRIA
- 17 FIDC MILLINGMAX
- 18 FIDC OMNI VEICULOS I
- 19 FIDC TAHITI
- 20 FOR-TE FIDC
- 21 FURNAS I FIDC
- 22 GP AETATIS I FIDC IMOBILIARIOS
- 23 GRADIENTE ELETRONICA FIDC
- 24 MULTI RECEBIVEIS FIDC
- 25 OPPORTUNITY FIDC IMOBILIARIOS
- 26 RB FIDUCIA HIGH INCOME INSTITUCIONAL FIDC
- 27 SCHAHIN CIFRA SERVIDORES PUBLICOS FIDC

Fonte: CVM

**Tabela 3: Registro e montante das aplicações em FIDC
Junho a Setembro de 2004**
(em R\$ mil)

Mês e ano	Quantidade informada	Total de Cotistas	Total da Carteira	Captações	Patrimônio Líquido
jun/04	36	596	3.006.522	344.980	3.015.355
jul/04	37	657	3.412.656	387.173	3.411.006
ago/04	40	751	3.933.845	500.606	3.931.504
set/04	41	750	4.039.700	279.827	4.039.700

Fonte: CVM

As remunerações estimadas para esses FIDC variaram, em geral, entre 103% e 110% do CDI e os ativos-lastro podem ainda ser agrupados, por classes, como recebíveis comerciais (Concórdia Polaris, Copesul, Credimax e Millingmax) e crédito em consignação (BMG Servidores Públicos, Schain e Verax). Em relação aos fundos de investimento em cotas de FIDC, estes não são considerados operações de securitização propriamente ditas porque funcionam de forma similar aos tradicionais fundos de investimento, entretanto:

“Essas operações desempenham um papel fundamental no desenvolvimento do mercado nacional de securitização. Sendo compradores e vendedores de emissões de outros fundos, esse grupo ajudará na disseminação de informação, na precificação e na formação do mercado secundário de cotas de FIDC. Embora esses fundos utilizem a forma jurídica de um fundo de investimento em direitos creditórios, a natureza do instrumento distribuído ao mercado é diferente de um FIDC utilizado como entidade emissora de títulos de securitização (FIDC entidade securitizadora): o investidor de um FICFIDC está escolhendo um gestor para selecionar, comprar e administrar ativamente uma carteira de cotas de FIDC dentro de parâmetros previamente estabelecidos; o investidor de cotas de um FIDC entidade securitizadora está aplicando num título cujo pagamento depende de uma série de fatores previamente estabelecidos e cujo

retorno não depende diretamente das ações do gestor ou administrador” (Uqbar, 2004)

Conforme a regulamentação em vigor, todos os FIDC devem ter seus direitos creditórios analisados e classificados por agências de risco. De uma forma geral, a grande maioria dos Fundos registrados apresentaram classificação de risco realizada por uma ou mais agências de *rating*. Algumas dessas classificações poderão ser observadas na próxima seção.

3.3.2 Classificações de risco para cotas de FIDC

O risco de crédito é a probabilidade do tomador ficar inadimplente no compromisso de honrar suas obrigações financeiras ocasionando uma perda aos credores. No caso dos FIDC, esse risco refere-se à probabilidade de inadimplência dos direitos creditórios pertencentes ao fundo. Segundo Bader (2002, p.10), dentre as medidas usuais para aferição do risco do crédito destacam-se principalmente duas, uma quantitativa e a outra qualitativa. A primeira delas pode ser representada pelo chamado prêmio, que é uma compensação financeira que o investidor exige por emprestar para uma empresa que poderá ficar inadimplente. Para títulos de renda fixa, por exemplo, o prêmio pelo risco de crédito pode ser entendido como a diferença entre a taxa de juros paga pela empresa emissora e a taxa referencial da economia.

A medida qualitativa é o *rating* de crédito, normalmente realizado por empresas especializadas que apuram a capacidade creditícia de uma empresa ou de uma operação financeira, dentre as quais destacam-se a Moody's, a Fitch e a Standard & Poor's. De acordo com Santos & Domingues (2004), “uma análise de classificação de risco sempre tem por objetivo indicar a probabilidade da ocorrência de um *default* (não pagamento ou pagamento não pontual dos compromissos nos prazos estabelecidos), tendo em vista a existência de uma relação obrigacional entre as partes”. No caso específico dos FIDC não existe obrigação legal de pagar quantia certa entre o fundo e o cotista, uma vez que, por definição, este último é proprietário de uma parte do patrimônio do fundo, cujo valor irá flutuar ao longo de sua existência.

Em outro artigo, Domingues (2004a) ressalta que, embora não haja correlação entre os riscos de crédito das companhias originadoras e os fundos que adquirem seus direitos creditórios (não havendo, portanto, razão para comparações entre *ratings* corporativos e *ratings* de cotas dos FIDC), a classificação das cotas dos FIDC deve considerar dois fatores de risco relacionados ao originador que, apesar de não implicarem necessariamente em risco de crédito, podem elevar as chances de frustração de expectativas de rentabilidade das cotas por parte dos investidores. O primeiro fator de risco está relacionado à performance futura da companhia originadora e o segundo, a uma eventual descontinuidade na geração dos recebíveis:

“Caso uma parte considerável dos recebíveis adquiridos esteja associada a serviços ainda não prestados ou a bens ainda não produzidos ou entregues, o fundo torna-se mais exposto ao risco de o originador deixar de cumprir devidamente seu papel. O risco de performance engloba os riscos do bem faturado não ser produzido, ou não ser entregue no prazo e, até mesmo, o risco de ocorrer entrega de um produto defeituoso ou em desacordo com o pedido. Tudo isso precisa ser muito

bem avaliado pela agência classificadora e pelos investidores. O risco de descontinuidade na geração de direitos creditórios está presente nas operações de FIDC tendo em vista a determinação pela CVM de que o patrimônio desses fundos seja constituído de, no mínimo 50% de direitos creditórios, sob pena de liquidação antecipada. Assim, caso a companhia originadora fique incapacitada de originar novos créditos em volume suficiente para o cumprimento da norma, seja por problemas operacionais, financeiros ou mercadológicos, o investidor poderá ser surpreendido pela liquidação antecipada do fundo, sendo obrigado a resgatar suas cotas antes do prazo previsto”. (Domingues, 2004a)

Ainda segundo o autor, diversos mecanismos podem ser utilizados para mitigar esses dois fatores de risco, destacando-se os seguros de performance e, principalmente, a diversificação de originadores em um mesmo fundo. Em seguida, serão apresentadas algumas avaliações realizadas pelas agências Moody’s e Fitch para alguns FIDC constituídos recentemente.

3.3.2.1 Avaliações da Moody’s

De acordo com as definições adotadas pela empresa Moody’s em seus relatórios, as classificações de risco realizadas em âmbito nacional, chamadas Ratings Nacionais, são, na verdade, opiniões sobre a capacidade de emissores e emissões, num país específico, para honrar seus compromissos financeiros. Os Ratings Nacionais não tratam de expectativas de perdas associadas com eventos sistêmicos que possam afetar todos os emitentes, mesmo aqueles que podem receber as mais altas

classificações na escala nacional. O que os Ratings Nacionais da Moody's fazem é classificar emitentes e emissões por ordem de capacidade de crédito relativa: daqueles com as maiores classificações espera-se que tenham menores probabilidades de inadimplência, mesmo sob cenários adversos. Os Ratings Nacionais podem ser, portanto, compreendidos como uma classificação relativa de capacidade de crédito dentro de um país específico, mas que não foram desenhados para serem comparados entre países.

Para realizar tais classificações, são considerados a força financeira intrínseca do emitente, incluindo fatores de crédito tradicionais como qualidade da administração, posição de mercado e diversificação, flexibilidade financeira, transparência, o ambiente regulatório e a habilidade do emitente de cumprir suas obrigações financeiras por meio do curso normal dos ciclos de negócios locais. Setores de emitentes sujeitos a grandes riscos adversos de transição (isto é, uma queda abrupta de capacidade de crédito) geralmente terão classificação menor que os setores menos expostos. Certos fatores de suporte externos podem ser levados em consideração, incluindo contratos e garantias de instrumentos específicos e suporte dos acionistas ou do governo (se houver).

As definições dos Ratings Nacionais de longo Prazo possuem um modificador “n” significando a nação relevante, por exemplo, “Aaa.br” para Brasil, ou “Aaa.mx” para México. Os ratings apresentados sem um modificador representam a classificação em escala global em moeda local. A Moody's adota ainda modificadores numéricos 1, 2 e 3 em cada designação de classificação genérica de Aa.n até Caa.n (isto é, Baa3.br). O modificador 1 indica que a obrigação está classificada no topo de sua categoria de classificação genérica; o modificador 2 indica uma posição média na

classificação; e o modificador 3 indica uma posição baixa na categoria de classificação genérica (Tabela 4).

Tabela 4: Escala Nacional de Rating da Moody's

Aaa.br	Emitentes ou emissões classificadas Aaa.n demonstram a mais forte capacidade de crédito e a menor possibilidade de perda de crédito em relação aos outros emitentes locais.
Aa.br	Emitentes ou emissões classificadas Aa.n demonstram capacidade de crédito muito forte e uma baixa possibilidade de perda de crédito em relação aos outros emitentes locais.
A.br	Emitentes ou emissões classificadas A.n demonstram capacidade de crédito acima da média em relação aos outros emitentes locais.
Baa.br	Emitentes ou emissões classificadas Baa.n demonstram capacidade de crédito na média em relação aos outros emitentes locais.
Ba.br	Emitentes ou emissões classificadas Ba.n demonstram capacidade de crédito abaixo da média em relação aos outros emitentes locais.
B.br	Emitentes ou emissões classificadas B.n demonstram capacidade de crédito fraca em relação aos outros emitentes locais.
Caa.br	Emitentes ou emissões classificadas Caa.n são especulativos e demonstram capacidade de crédito muito fraca em relação aos outros emitentes locais
Ca.br	Emitentes ou emissões classificadas Ca.n são muito especulativos e demonstram capacidade de crédito extremamente fraca em relação aos outros emitentes locais.
C.n	Emitentes ou emissões classificadas C.n são extremamente especulativos e demonstram a mais fraca capacidade de crédito em relação aos outros emitentes locais.

Fonte: Moody's

Segundo o relatório *Revisão 2003 e Perspectivas 2004* da Moody's (2004), as transações com recebíveis comerciais responderam pela maior fatia do bolo de securitizações locais em 2003 (62%). A maior parte destas transações entraram no mercado no final de 2003 e entre elas estava o Chemical FIDC 2003-1, que recebeu o rating Aaa.br em dezembro de 2003. O Chemical FIDC foi criado para adquirir até aproximadamente US\$69 milhões de recebíveis comerciais originados pela Braskem, uma das maiores petroquímicas da América Latina. Os FIDC lastreados por recebíveis

comerciais devidos à Sadia e à Parmalat também foram lançados no final de 2003, transações que estiveram entre as maiores operações com recebíveis comerciais já que cada uma pode securitizar até aproximadamente US\$52 milhões. Essa tendência, ainda segundo o relatório, deve permanecer nos próximos anos já que se espera que “uma significativa parcela das securitizações futuras sejam lastreadas por recebíveis comerciais dado que muitas empresas de porte médio que atualmente não tenham acesso ao mercado de capitais possam procurar securitizar seus recebíveis comerciais para levantar capital”.

Tabela 5: Algumas classificações de FIDC na Escala Nacional de Rating da Moody's

Nome do negócio	Companhia originária	Tipo do ativo	Montante (US\$ MM)	Data de fechamento	Rating Moodys
Chemical Fundo de Investimento em Direitos Creditorios Series 2003-1	Braskem	FIDC -Trade receivables	R\$200 MM	Dec-03	Aaa.br/Baa2
Fundo de Investimento em Direitos Creditorios BGNPREMIUM I - Series 2004-1	Banco BGN	FIDC - personal and consumer loans	R\$ 50 MM	[N.A.]	(P)Aa2.br/ (P)Ba2
Fundo de Investimento em Direitos Creditorios FMAX 2003-1	Maxima Financeira	FIDC - Consumer Loans	R\$ 100 MM	mar/03	Aaa.br/Baa2
Fundo de Investimento em Quotas do Chemical FIDC (FIQ Chemical) - Series 2004-1	FIQ Chemical	FIDC Shares	R\$ 11.8 MM	jun/04	Aaa.br/Baa2

Fonte: Moody's (2004)

3.3.2.2 Avaliações da Fitch

A Fitch avalia e classifica os títulos negociáveis provenientes de operações estruturadas, que geralmente se enquadram em três tipos principais de papéis no Brasil: CRI, debêntures e FIDC. Segundo os relatórios da agência,

são considerados três aspectos fundamentais nas avaliações: a qualidade de crédito dos ativos lastreantes; a engenharia financeira, assim como a solidez da estrutura da transação; e a segregação legal dos ativos do seu originador. O monitoramento regular do perfil de crédito destas operações, realizado também na ocorrência de fatos relevantes, na opinião da agência, garante que os *ratings* atribuídos reflitam adequadamente a cada momento o risco de crédito dos papéis emitidos nessas operações.

Ainda segundo a agência, os *ratings* indicam a probabilidade de não pagamento no vencimento de uma obrigação do emissor ou emissão classificada. O limitado número de emissores com o chamado Rating Nacional e o período ainda não suficientemente longo de observação não propiciam base estatística confiável para formação de escala absoluta de *rating* para o mercado brasileiro. Assim sendo, os *ratings* nacionais configuram uma escala de risco relativo e não absoluto, como o das escalas internacionais.

Assim, para aqueles países nos quais o *rating* soberano é inferior a ‘AAA’ e onde existe demanda para tais *ratings*, a Fitch atribui uma escala nacional. Analogamente à Escala da Moody’s, a Escala da Fitch reflete uma medida relativa da qualidade de crédito de emissores somente dentro do mesmo país. Nesta escala, o *rating* Nacional de Longo Prazo ‘AAA’ será atribuído ao melhor risco daquele país que, na maioria dos casos, será o risco soberano. Tais *ratings* são reconhecidos pela adição de um identificador especial para o país em questão, como o ‘AAA(bra)’ para os Ratings Nacionais no Brasil. Os sinais “+” ou “-” podem ser adicionados a um *rating* nacional para denotar sua posição relativa numa categoria. Tais sufixos não são adicionados à categoria de *rating* nacional de Longo Prazo ‘AAA(bra)’, e categorias abaixo de ‘CCC(bra)’ (Tabela

6). Os FIDC avaliados pela Fitch e suas respectivas classificações são apresentados na Tabela 7.

Tabela 6: Escala Rating Nacional da Fitch

AAA (bra)	Denota o mais alto rating atribuído pela Fitch em sua Escala de rating Nacional para aquele país, sendo atribuído ao “melhor” risco de crédito comparado a todos os outros emissores ou emissões do mesmo país e normalmente será atribuído a todas as obrigações emitidas ou garantidas pelo governo federal.
AA (bra)	Denota um risco de crédito muito baixo comparado a outros emissores ou emissões do mesmo país, diferindo apenas levemente do risco das obrigações com o mais alto rating daquele mesmo país.
A (bra)	Denota um baixo risco de crédito comparado a outros emissores ou emissões do mesmo país. Contudo, mudanças adversas nas condições dos negócios, econômicas ou financeiras, talvez afetem mais a capacidade de pagamento dessas obrigações no prazo esperado que no caso das categorias de ratings mais elevados.
BBB (bra)	Denota um adequado risco de crédito comparado a outros emissores ou emissões do mesmo país. Todavia, mudanças adversas nas condições dos negócios, econômicas ou financeiras têm maior probabilidade de afetar a capacidade de pagamento dessas obrigações no prazo esperado que no caso das categorias de ratings superiores.
BB (bra)	Denota um risco de crédito relativamente fraco comparado a outros emissores ou emissões do mesmo país. No âmbito do país, a capacidade de pagamento, no prazo esperado, dessas obrigações é incerta e permanece mais vulnerável à mudanças adversas nas condições dos negócios, econômicas ou financeiras ao longo do tempo.
B (bra)	Denota um risco de crédito significativamente fraco comparado a outros emissores ou emissões do mesmo país. Os compromissos financeiros correntes estão sendo honrados, mas a margem de segurança permanece limitada e a manutenção da capacidade de pagamento, no prazo esperado, depende de condições favoráveis dos negócios, econômicas ou financeiras.
CCC (bra), CC (bra), C (bra)	Estas categorias de rating Nacional denotam um risco de crédito extremamente vulnerável comparados a outros emissores ou emissões do mesmo país. A capacidade de honrar os compromissos depende apenas da continuação de condições favoráveis dos negócios, econômicas ou financeiras.
DDD (bra), DD (bra), D (bra)	Estas categorias de rating Nacional são atribuídas a emissores ou obrigações que estão inadimplentes no momento.

Fonte: Fitch

Tabela 7: Algumas classificações de FIDC na Escala de Rating Nacional da Fitch

FIDC	Rating Nacional de Longo Prazo
AMANCO FIDC	AAA (bra)
BMG FIDC SERV.PUBLIC. I	AAA (bra)
BMG FIDC SERV.PUBLIC. II	AAA (bra)
BMG FIDC SERV.PUBLIC. II - Emissão adicional	AAA (bra)
CONCORDIA POLARIS FIDC	AA (bra)
FIDC BCSUL VERAX CREDITO CONSIGNADO I	AAA (bra)
FIDC COPEL	AA- (bra)
FIDC CPFL PIRATININGA	AA- (bra)
FIDC MILLINGMAX	A+ (bra)
FIDC OMNI CDC VEICULOS I - Série 2004-1	AA+ (bra)
FIDC OMNI CDC VEICULOS I - Série 2004-2	AA+ (bra)
FIDC OMNI CDC VEICULOS I - Série 2004-3	AA+ (bra)
FIDC OMNI CDC VEICULOS I - Série 2004-4	AA+ (bra)
FIDC OMNI CDC VEICULOS I - Série 2004-5	AA+ (bra)
FIDC OMNI CDC VEICULOS I - Série 2004-6	AA+ (bra)*
GP AETATIS I FIDC IMOBILIARIOS I	A (bra)
GP AETATIS I FIDC IMOBILIARIOS II	A (bra)
FIDC PÃO DE AÇUCAR SÉRIE A - Emissão adicional	AA (bra)
FIDC PÃO DE AÇUCAR SÉRIES A e B	AA (bra)
PERDIGÃO FIDC	AA (bra)

Fonte: Fitch (2004)

* Rating preliminar

Como se pôde observar, de uma forma geral, as agências têm classificado de forma bastante satisfatória os recém lançados FIDC brasileiros, o que denota a força dessa nova modalidade de captação.

4. O EXEMPLO DO PARMALAT FIDC

Antes do escândalo financeiro que envolveria a matriz italiana da empresa Parmalat se tornar público no final de dezembro de 2003, e que culminou na decretação da falência da mesma pela Justiça Italiana, a filial brasileira havia constituído um FIDC em novembro desse mesmo ano. O presente capítulo apresenta um perfil da empresa e um resumo das suas operações no país e a forma como se deu a constituição desse FIDC. Ao mesmo tempo, esse capítulo busca comprovar que, de fato, conforme vimos ao longo da dissertação, o FIDC é um instrumento poderoso de captação de recursos, principalmente pela sua característica de segregação dos riscos e independência em relação à empresa emissora, mesmo no caso extremo desta apresentar problemas financeiros, conforme ocorreu com a Parmalat.

4.1 A empresa Parmalat

A Parmalat foi fundada em 1961, na cidade de Collecchio, região de Parma, na Itália. A então pequena companhia de leite foi uma das pioneiras no envase asséptico e na produção de leite UHT. Com essas tecnologias, rapidamente o leite Parmalat já era vendido em toda Itália. No Brasil, a empresa iniciou suas atividades na década de 70, associando-se a Laticínios Mococa S.A. e inaugurando sua primeira unidade industrial em Itamonte (MG) no ano de 1977. Já na década de noventa, a empresa iniciou um processo de expansão orgânica, com a compra de empresas, ativos e incorporação de marcas de produto, passando a atuar no segmento de leite "in natura", sucos de frutas e, ainda, no de biscoitos e massas, com a aquisição das marcas Betânia e Duchen, da General Biscuits.

Com uma estratégia de marketing fortemente vinculada ao esporte nacional, que teve início ainda na década de 80 com o patrocínio de Nelson Piquet na equipe Brabham de Fórmula 1, a Parmalat Brasil desenvolveu nos anos 90 um projeto de co-gestão com times de futebol, como o Palmeiras, de São Paulo (SP), e o Juventude, de Caxias do Sul (RS). O objetivo era reforçar a imagem da companhia no Brasil e coordenar a expansão da marca na América Latina. Ainda nesse sentido, o bem sucedido lançamento da campanha publicitária "Mamíferos", em 1997, contribuiu bastante para esse objetivo. No final dos anos 90, foi criada a Santal Prosport, empresa que passou a administrar o marketing esportivo da Parmalat no Brasil.

Nesse período, iniciou-se também o processo de reorganização societária do Grupo Parmalat no Brasil, que resultou na criação da Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos. Além disso, houve uma continuidade de sua estratégia de expansão a partir da aquisição, em 1998, do controle da Etti Produtos Alimentícios, tradicional indústria do setor de atomatados, e da Batavia S.A. Já no início dos anos 2000, a empresa entrou no ramo de chás, sucos concentrados e isotônicos produzidos em embalagens PET. As marcas Glória e Avaré também foram adquiridas pela Parmalat, que, com isso, passou a atuar também no mercado de leite em pó instantâneo para o consumidor final.

A Parmalat Brasil chega então ao final de 2003 como uma das maiores empresas do setor alimentício do país, com 8 fábricas e 7 centros de distribuição situados em locais estratégicos para o processamento, armazenamento e distribuição dos produtos. A empresa estabeleceu ao longo dos anos uma estreita parceria com os produtores de leite locais e convênios para troca de tecnologia com faculdades e instituições privadas visando a geração de estudos, treinamentos e palestras para o desenvolvimento e aprimoramento da atividade leiteira.

4.2 A constituição do FIDC Parmalat

Em 06 de novembro de 2003, a Standard & Poor's divulgou um relatório preliminar de emissão para o Fundo de Investimento em Direitos

Creditórios da Parmalat Brasil, protocolado na CVM em 05 de novembro de 2003 e cuja distribuição foi oficialmente realizada em 27 de novembro de 2003. O fundo, lastreado por recebíveis comerciais emitidos no Brasil pela Parmalat Brasil S.A Indústria de Alimentos e Batávia S.A. e ainda por outros investimentos especificados, tinha como gestor a Intrag DTVM, como coordenadores (*underwriters*) o Banco Itaú BBA S.A. e o Banco Santander Brasil S.A. e como agente de custódia o Banco Itaú S.A. Os ratings preliminares divulgados neste relatório encontram-se na tabela 8:

Tabela 8: Ratings preliminares para o Parmalat FIDC divulgados em 06/11/2003

Instrumento	Rating preliminar*	Volume preliminar, como porcentagem do total	Base de subordinação**	Valor preliminar (em R\$ milhões)	Vencimento legal final
Cotas sênior	brAAAF	86,40%	12%	Até 150	Novembro de 2008
Cotas subordinadas	Não classificadas	13,60%	Não aplicável	Até 20,5	Não aplicável

Fonte: Standard & Poor's (2003)

* O rating de qualidade de crédito de cada classe de títulos mobiliários é preliminar e está sujeito a modificações a qualquer momento. ** Embora a proteção de crédito seja calculada dinamicamente (as alterações na qualidade de crédito ao longo do tempo exigem mais/menos recebíveis à medida que a qualidade de crédito piora/melhora), o patamar de subordinação não será alterado até o vencimento legal final.

Segundo a agência classificadora de risco, o *rating* “brAAAF” expressa a exposição geral do fundo ao risco de inadimplência e se baseia na abordagem de matriz de crédito derivada do histórico de inadimplência e de transição de *ratings* da própria Standard & Poor's. O *rating* conferido ao Parmalat FIDC indicava, portanto, que os títulos da carteira do fundo forneciam proteção muito forte contra a inadimplência (nível mais elevado de proteção, numa escala que vai de brAAAF até brCCCF). Ainda de acordo com o referido relatório, os principais pontos fortes apresentados pelas cotas seniores do Parmalat FIDC, observados na análise de risco, foram:

- a) A experiência da Parmalat Brasil S.A e da Batávia S.A. como originadores de recebíveis comerciais;
- b) A robusta estrutura de fluxo de caixa das cotas sênior/subordinadas;
- c) A qualidade de crédito dos recebíveis comerciais que sustentavam as cotas seniores, os quais apresentavam um bom histórico de desempenho relativo a inadimplência;
- d) A reserva dinâmica (mecanismo de reforço da qualidade de crédito) incluída na estrutura para cobrir todos os riscos de crédito. Essa reserva equivaleu à subordinação prevista de 13,76% das cotas seniores, com possibilidade de mudança conforme os índices/fatores de qualidade de crédito;
- e) A capacidade do Banco Itaú, como custodiante da operação, para gerir, administrar e fornecer as informações sobre a operação;
- f) A estrutura legal da operação, com dispositivos adequados para manter a salvaguarda jurídica dos cotistas.

O Parmalat FIDC foi constituído sob a forma de condomínio fechado, com prazo de vencimento de três anos. O funcionamento do Fundo nesse período se daria por meio de compras rotativas periódicas de recebíveis comerciais, a uma taxa de desconto calculada da seguinte maneira: índice DI projetado, somado a um *spread* a ser determinado para as cotas sênior e multiplicado pelo montante dos recebíveis a serem comprados pelo fundo, de acordo com o respectivo período de cálculo. Assim que os recebíveis fossem pagos (ou seja, convertidos em caixa por meio dos pagamentos dos devedores), o Fundo adquiriria novos recebíveis.

Todavia, é importante notar que nem todos os recebíveis gerados pelos originadores poderiam fazer parte da carteira de recebíveis elegíveis do Fundo. O regulamento do Parmalat FIDC previa diversos critérios de elegibilidade, cuja observância de cumprimento seria de responsabilidade do custodiante. Dentre esses critérios se destacam: a transferência de informações sobre os recebíveis para o custodiante para análise; prazo de vencimento inferior a 60 dias; impossibilidade do devedor de cada recebível estar insolvente, em liquidação, sob intervenção, em liquidação judicial ou sujeito a qualquer procedimento análogo à falência; impossibilidade dos originadores estarem inadimplentes em relação aos termos do contrato ao qual se referem os recebíveis; limite igual ou inferior a 5% de concentração em um único devedor, entre outros.

Além disso, tanto a Parmalat quanto a Batávia deveriam possuir uma carteira diversificada de clientes quanto ao volume de compras, à localização geográfica, ao número de lojas, ao histórico de pagamento, ao limite de crédito e aos índices econômicos e financeiros, entre outros. Segundo a análise da Standard & Poor's, a carteira de clientes da Parmalat poderia ser classificada em dois grupos. Os clientes grandes seriam principalmente empresas de grande porte que operam em todo o Brasil,

como a CBD, Carrefour, Sonae, Sendas e Makro. Os demais clientes seriam lojas de varejo, com volumes de compras menores e participação de 60% do total da carteira de recebíveis elegíveis. Historicamente, o desempenho de pagamento dos clientes dos originadores foi classificado como bom, com mais de 97% de todos os recebíveis vencidos sendo pagos dentro de 15 dias a partir da data de vencimento.

As preocupações quanto às novas aquisições de recebíveis por parte do Fundo se justificavam pela possibilidade de deterioração da qualidade de crédito da carteira durante o período de vigência do mesmo. Assim, foi incluído na estrutura do Parmalat FIDC um mecanismo de reforço da qualidade de crédito, de forma a promover um eventual suporte de crédito às cotas seniores, que seria fornecido na forma de subordinação estrutural. Inicialmente, os níveis de subordinação foram estabelecidos em 15%. Dessa maneira, seria possível garantir a adequação à categoria de rating “brAAA” atribuído à carteira inicial de recebíveis pela agência classificadora. Por fim, como forma de mitigar o risco dos pagamentos serem bloqueados automaticamente em caso de falência de um dos originadores, a estrutura do Fundo previa que os montantes gerados pelos recebíveis seriam depositados pelos clientes dos originadores diretamente na conta bancária do custodiante e posteriormente transferidos para a Conta Corrente do Fundo no Banco Itaú.

Por ocasião de sua distribuição, o Parmalat FIDC emitiu cotas no montante total de R\$130 milhões, sendo que as cotas seniores atingiram R\$110,5 milhões e as cotas subordinadas, retidas pelos originadores, somaram R\$ 19,5 milhões (Standard & Poor’s, 2003a). O primeiro relatório sobre a situação do Fundo foi enviado pelo Banco Itaú à Standard & Poor’s em 19 de dezembro de 2003, conforme requisitado. O relatório confirmou que a performance da carteira estava em linha com o histórico de

pagamentos da base de clientes dos originadores, apontando que 95% de todos os recebíveis devidos foram pagos dentro do período de 30 dias após sua originação. Além disso, não houve qualquer evento de amortização ou liquidação acelerada no período.

4.3 A crise financeira da empresa e a liquidação do Parmalat FIDC

Na mesma data de entrega do relatório no Brasil, a Standard & Poor's na Itália rebaixou de "CC" para "D" os ratings de crédito corporativo da Parmalat Finanziaria SpA e da Parmalat SpA (Parmalat Itália), em função do *default* que se seguiu ao não pagamento de uma opção de venda (*put*) vencida em 17 de dezembro do mesmo ano. Consta ainda do Comunicado à Imprensa da agência em 22 de dezembro de 2003:

“Simultaneamente ao rebaixamento, a Standard & Poor's também retirou os *ratings* atribuídos às duas empresas e às entidades relacionadas, pois a confiabilidade das informações relevantes à opinião sobre a qualidade de crédito delas foi questionada. Nessa mesma data, a Parmalat emitiu um comunicado à imprensa, indicando que o Bank of America havia negado a autenticidade de uma certa documentação que certificaria a existência de aproximadamente €3,95 bilhões em títulos e depósitos bancários que correspondiam a quase toda a liquidez da Parmalat. A falha no pagamento da opção de venda (*put*) e a confirmação de que a empresa manipulou os resultados referentes a sua liquidez (pelos menos os relativos ao ano passado constituem um evento de *default* de acordo com os critérios da Standard & Poor's)". (Standard & Poor's, 2003a)

Não obstante esse quadro adverso, o rating “brAAAF” do Parmalat FIDC foi reafirmado pela agência em 22 de dezembro de 2003. De acordo com os analistas, os eventos ocorridos com a matriz italiana não causaram nenhum impacto na qualidade de crédito do Parmalat FIDC porque:

- a) Havia uma quantidade suficiente de recebíveis isolados e detidos pelo Fundo, os quais provinham o nível de reforço de crédito apropriado à categoria de rating “brAAAF”;
- b) A administração desses recebíveis era conduzida pelo Banco Itaú S.A., uma entidade não afiliada aos originadores;
- c) Os recebíveis correspondiam à venda de produtos que já foram entregues;
- d) O Fundo parou de adquirir recebíveis em 19 de dezembro de 2003;
- e) Os recebíveis em circulação eram de curto prazo e venceriam em aproximadamente um mês; e
- f) O gestor do Fundo, a Intrag DTVM, estava alocando todas as cobranças em investimentos autorizados.

Ainda assim, as incertezas quanto à sustentabilidade do Fundo permaneciam, principalmente após a solicitação de concordata pela matriz do Grupo Parmalat na Itália em 24 de dezembro de 2003 e a declaração de insolvência da empresa pela Justiça Italiana em 26 de dezembro do mesmo ano. Embora tais decisões tenham se referido apenas à operação naquele país, os efeitos sobre a gerência das operações fora da Itália foram imediatos. A Intrag DTVM convocou, então, os cotistas para uma assembléia geral extraordinária, ocorrida em 19 de janeiro de 2004, na qual os cotistas do Parmalat FIDC decidiram resgatar antecipadamente as cotas seniores do Fundo, recebendo o montante originalmente investido, bem como o respectivo retorno esperado (CDI mais 1,7% de *spread*). Nesta ocasião, as partes envolvidas decidiram manter a estrutura do Fundo para uma possível utilização futura na renegociação da dívida da Parmalat e o custodiante manteve em seu poder uma cota sênior simbólica, enquanto as cotas subordinadas permaneceram com os originadores.

Em 6 de fevereiro de 2004, os cotistas que permaneceram no Fundo (Banco Itaú com a cota sênior e a Parmalat/Batávia com as cotas subordinadas) decidiram liquidá-lo definitivamente e resgatar o valor total remanescente das cotas. Com a decisão sobre o fechamento do Fundo (ocorrido oficialmente em 10 de março de 2004), a Standard & Poor's retirou o rating "brAAAF" atribuído às cotas seniores do Parmalat FIDC. De toda forma, supondo que se tivesse tomado a decisão pela manutenção das operações do Parmalat FIDC, a continuidade dessa classificação se tornaria mais complicada à medida que novos recebíveis fossem adquiridos pelo Fundo. Dadas as circunstâncias, dificilmente estes teriam a mesma qualidade (e mesmas garantias) dos anteriores e, portanto, as chances do Parmalat FIDC cumprir com sua obrigação de

remunerar suas cotas seniores à taxa estabelecida até a data de liquidação em novembro de 2006 seriam pequenas.

A fim de proteger suas operações locais, e com o acesso a linhas de crédito totalmente fechado, principalmente após o encerramento do FIDC, a filial brasileira da Parmalat entrou com um pedido de concordata preventiva em janeiro de 2004. Segundo o próprio *press release* da empresa desse dia, os reflexos da crise internacional, na qual o grupo controlador italiano encontrava-se envolvido, acabaram contaminando gravemente as operações da filial brasileira. Por conseguinte, “o corte das linhas de crédito por instituições financeiras, algumas das quais muitas vezes inflexíveis, aliado à dissolução do fundo de securitização acabou resultando em ações judiciais que imobilizaram a empresa. A concordata preventiva deverá assegurar sua sobrevivência e a continuidade na implementação do programa de reestruturação já iniciado” (Parmalat, 2004).

Os efeitos dessa crise sobre a economia brasileira são diversos. Primeiramente, encontram-se os produtores de leite, credores da empresa e muitas vezes constituídos de estabelecimentos familiares cuja atividade leiteira é a base de subsistência. Em segundo, há os fornecedores de produtos e serviços em geral e os milhares de funcionários diretos e indiretos envolvidos nas operações da empresa no país. Em seguida, diversos bancos foram atingidos pela inadimplência da empresa, sem falar nas denúncias, ainda não esclarecidas, de que parte do dinheiro da fraude teria sido lavada no Brasil. Por fim, há a questão do próprio abastecimento de leite no país, dada a significativa participação da Parmalat no mercado brasileiro.

Sob a ótica das finanças estruturadas, a crise da Parmalat foi considerada a prova de fogo para os fundos de recebíveis no Brasil. Com esse episódio,

foi possível demonstrar que mesmo no caso extremo de crise na empresa cedente dos créditos, os cotistas do FIDC puderam sair protegidos pelo sistema de blindagem e segregação de riscos dos FIDC (Duarte, 2004). Por ocasião do resgate das cotas, o Fundo contava com os recursos necessários para honrar os valores corrigidos das cotas seniores e os cotistas puderam sair ilesos da crise. Esse fato é comprovado pela decisão de manutenção do *rating* do Fundo no final de 2003 ao se considerar que nenhum dos eventos ocorridos com a empresa Parmalat afetava a segurança dos recebíveis que estavam na carteira do Fundo.

Dada a importância do episódio para o mercado de securitização brasileiro, num período em que este apresenta sinais claros de crescimento, diversos aspectos sobre a condução e o desfecho da crise na Parmalat e a liquidação de seu FIDC vem sendo bastante debatidos por analistas. Domingues (2004), por exemplo, discorda da manutenção do *rating* do Fundo pela Standard & Poor's uma vez que não se levou em conta a questão do custo de oportunidade: “observamos a ocorrência de uma frustração de prazo, a fim de evitar uma possível frustração de remuneração ao final de 2006. Ou seja, incorre-se num custo de oportunidade da remuneração programada até 2006”. Em outras palavras, os cotistas que contavam com um investimento de três anos tiveram de se conformar com a rentabilidade proporcional aos meses de aplicação no Fundo.

Por outro lado, o relatório da Uqbar ressalta que, embora o desfecho tenha sido positivo, o exemplo do Parmalat FIDC não foi um teste severo da eficácia dos FIDC no isolamento de ativos por dois motivos principais: (i) o prazo curto dos recebíveis e sua baixa participação no patrimônio do Fundo no momento da suspensão da compra de novos recebíveis diminuíram bastante o risco do investidor; e (ii) os

originadores não entraram em falência e a venda de seus recebíveis para o Fundo não foi contestada juridicamente.

De qualquer forma, embora parcial, a liquidação do FIDC com a remuneração integral dos seus cotistas em meio à crise da empresa Parmalat demonstrou a eficácia da estrutura de isolamento dos recebíveis do crédito do originador, além de contribuir para melhorar a credibilidade do FIDC como instrumento de securitização.

CONCLUSÕES

Ao longo da dissertação, buscou-se demonstrar que a alavancagem do desenvolvimento econômico e do crescimento em bases sustentadas induz uma crescente demanda por recursos para investimento. Para isso, é de fundamental importância o estabelecimento de um sistema financeiro eficiente que apresente um mercado de capitais desenvolvido e instrumentos eficazes de captação de recursos. Historicamente, o setor público assumiu grande parte dos investimentos realizados no país, dada a baixa complexidade do sistema financeiro brasileiro até a segunda metade do século passado e, por conseguinte, a pequena contribuição do setor privado no financiamento dos processos de industrialização e desenvolvimento econômico.

Entretanto, diversas mudanças no Sistema Financeiro Nacional foram implementadas nos últimos anos com vistas a atender a demanda por crédito da economia e fomentar o crescimento econômico. Em particular, a presente dissertação teve como foco principal a análise do recente *boom* das operações de securitização no mercado brasileiro como instrumento de captação de recursos. Em

particular, as operações de securitização sob a forma de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) vêm se constituindo em uma opção interessante de financiamento das empresas na atual conjuntura econômica brasileira. As vantagens e desvantagens comparativas entre esses fundos e alternativas mais tradicionais de financiamento (subscrição de ações, debêntures e *commercial papers*) e o exemplo da empresa Parmalat serviram de evidência para tal constatação.

De uma forma geral, os benefícios mais citados em relação aos FIDC têm sido segurança, diversificação, pulverização, segregação de risco do originador, tributação e a regulamentação recentemente implementada. Os dados indicam que a demanda pelos FIDC vem crescendo, principalmente por parte dos fundos de pensão. Além das vantagens fiscais, os FIDC representam uma alternativa de diversificação da carteira já que possuem prazos compatíveis com o longo prazo dos passivos das fundações. Por outro lado, à medida que os títulos públicos perdem atratividade, esses investidores potenciais podem buscar nas estruturas de securitização uma alternativa interessante de investimentos em renda fixa.

O governo brasileiro possui papel fundamental no processo de disseminação dessa modalidade de captação de recursos. Por um lado, este instrumento já é, desde 2003, fonte de recurso para o Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social (PIPS) e há, ainda, a expectativa de que este seja utilizado nos projetos de Parceria Público-Privada (PPP) em discussão no Congresso. Por outro, a concorrência com os títulos públicos tem sido considerada um dos entraves à ampliação do mercado para os FIDC. Como o governo representa um risco menor, ele compete, como captador de recursos, com os títulos privados e acaba fazendo com que os investidores institucionais venham a preferir os valores mobiliários das empresas privadas.

Além da concorrência com os títulos públicos, há quase uma unanimidade entre os analistas acerca da importância de se estimular a negociação desses papéis no mercado secundário de forma a garantir maior liquidez e segurança aos investidores. Um mercado secundário forte é importante para que as cotas dos FIDC possam ser transacionadas e os investidores tenham chance de reaver os recursos aplicados antes do resgate, caso haja interesse. Outros obstáculos para uma maior disseminação dos FIDC são ainda apontados por analistas, tais como a complexa estruturação desses Fundos; o fato de serem uma nova modalidade no mercado e por isso suas estruturas ainda não terem sido totalmente testadas; e a necessidade de padronização dos papéis e de mais informações sobre a performance do fluxo de caixa dessas operações. Por fim, é importante notar que, apesar do sucesso dos FIDC, estes ainda apresentam características de instrumentos de curto e médio prazo, seja pelo fato de que todos tiveram seus títulos indexados ao CDI, seja pelo prazo final destes títulos.

Por fim, a constituição e a liquidação do Parmalat FIDC no início de 2004 em meio a uma forte crise nas empresas originadoras foi um importante teste para esse instrumento no que se refere à separação do risco de crédito da empresa originadora e dos recebíveis adquiridos pelo Fundo. Os cotistas do Parmalat FIDC encerraram o fundo antecipadamente, recebendo seus investimentos integralmente mais a remuneração alvo. Esse episódio pôde demonstrar que o fundo de recebíveis é, sem dúvida, um dos mais avançados instrumentos de securitização existente hoje no Brasil. De acordo com Neto & Jabur (2003), o FIDC “alia a bem sucedida experiência brasileira no segmento de fundos de investimento à idéia de securitização. Pode-se afirmar ainda que o fundo de recebíveis é um dos principais instrumentos para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, cujo fortalecimento depende de formas eficientes de captação da poupança

popular. Por isso, gradativamente, o fundo de recebíveis permitirá a fixação definitiva da indústria de securitização no Brasil, direcionando, por meio do mercado de capitais, mais recursos para o financiamento das empresas, e garantindo segurança para os investidores”.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDIMA Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto & ABRASCA Associação Brasileira das Companhias Abertas (2002). O que são debêntures?. Disponível: http://www.debentures.com/catilha_debentures.pdf [18/10/2004].
- BADER, F. (2002). “Derivativos de Crédito – uma introdução”. *In: Notas Técnicas do Banco Central do Brasil n. 20*, abril, p.1-25. Brasília.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2003). **Boletim do Banco Central do Brasil: Relatório Anual 2003**. V.39. Brasília, p.1-247.
- BARONI, S. (2004). “Relatório do Tesouro e estudo da ANDIMA analisam perfil da dívida mobiliária federal interna”. *In: Retrospectiva 2003*. Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto - ANDIMA. Rio de Janeiro, p.72-76.
- BENTIVEGNA, E., MELO, C. & AMATUZZI, B. (2002). Os Fundos de Recebíveis como uma nova opção para securitização de recebíveis no Brasil. Março. Disponível: <http://www.pinheironeto.com.br/suporte/bi/anexos/anexo-bi1704> [15/10/2004].
- BOECHAT, D. & BERTALOSSO, F. (2002). “Basiléia II – uma avaliação do impacto das novas regras nas regulações vigentes e captações externas”. *In: Retrospectiva 2001*. Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto - ANDIMA. Rio de Janeiro, p.25-32.

BORGES, L. & LOPES, L. (2001). “Os Valores Mobiliários e a Captação de Empréstimos no Mercado Financeiro Doméstico”. *In: Revista do BNDES*, v.8, n.15, junho. Rio de Janeiro, p.289-308.

BORGES, L. (1999). “Securitização como parte da segregação de securitização como parte da segregação de risco”. *In: Revista do BNDES*, v.6, n.12, dezembro. Rio de Janeiro, p.123-176.

BRASIL. Instrução CVM No 356, de 17 de dezembro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Diário Oficial da União, Brasília, p. 29-33, 24 jan.2002. Seção 1.

BRASIL. Instrução CVM No 393, de 22 de julho de 2003. Altera a Instrução CVM no 356, de 17 de dezembro de 2001, que regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Diário Oficial da União, Brasília, p. 8-10, 28 jul.2003. Seção 1.

BRASIL. Instrução CVM No 399, de 21 de novembro de 2003. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social – FIDC-PIPS, nos termos da Lei no 10.735, de 11 de setembro de 2003. Diário Oficial da União, Brasília, p. 74-78, 26 nov.2003. Seção 1.

BRASIL. Resolução No 2907, de 29 de novembro de 2001. Autoriza a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de

aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Banco Central do Brasil. Disponível: <http://www.bacen.gov.br>

BRASIL. Resolução No 2922, de 17 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a aplicação de recursos das entidades de previdência complementar, das sociedades seguradoras e das sociedades de capitalização. Banco Central do Brasil. Disponível: <http://www.bacen.gov.br>

BRASIL. Lei No 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, p. 4-9, 01 nov.2001. Seção 1.

BRASIL. Instrução CVM No 134, de 01 de novembro de 1990. Dispõe acerca da EMISSAO de NOTA PROMISSORIA para DISTRIBUICAO PUBLICA. Diário Oficial da União, Brasília, p. 21618-21622, 13 nov.1990.

BRASIL. Resolução No 1723, de 28 de junho de 1990. Autoriza a emissão de notas promissórias, como valor mobiliário, pelas sociedades por ações. Banco Central do Brasil. Disponível: <http://www.bacen.gov.br>

BRASIL. Lei No 6404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial da União, Brasília, p. 1, 17 dez.1976. Suplemento.

BRASIL. Lei No 6385, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Diário Oficial da União, Brasília, p. 16037, 09 dez.1976.

CNBV Comissão Nacional de Bolsas de Valores (1996). Privatização e o Mercado de Capitais Brasileiro: Bolsa de Valores e o Mercado de Ações. In: **Seminário Bolsa de Valores e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro.

CONDE, N. (2002). “Mercado de Debêntures registra volume recorde de emissões”. In: **Retrospectiva 2001**. Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto - ANDIMA. Rio de Janeiro, p.33-37.

CORDIOLI, A. (2004). “Selic, vedete até quando?”. In: **Investidor Institucional**, outubro. Seção Investimentos. São Paulo, p.42-44.

DOMINGUES, R. (2004). **O caso Parmalat e seus recebíveis**. Nota Técnica 01/04. Janeiro. Disponível: http://www.srating.com.br/NT0104_parmalat_FIDC [18/11/2004].

DOMINGUES, R. (2004a). **Os riscos de originação de recebíveis nos FIDCs**. Nota Técnica 03/04. Junho. Disponível: http://www.srating.com.br/NT0304_originador_FIDC [18/11/2004].

DOMINGUES, R. (2003). **Securitização de Recebíveis**. Agosto. Disponível: <http://www.ronalddomingues.com> [18/10/2004].

DUARTE, S. (2004). “Securitização – Produto da moda”. *In: Revista Capital Aberto*, ano 2, n.6, fevereiro. São Paulo, p.6-10.

FACHADA P., FIGUEIREDO, L. F. & LUNBERG, E. (2003). “Sistema Judicial e Mercado de Crédito no Brasil”. *In: Notas Técnicas do Banco Central do Brasil n. 35*, maio, p.1-21. Brasília.

FIGUEIREDO, V. (2003). “Principal desafio é incentivar a negociação no mercado secundário”. *In: Retrospectiva 2002*. Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto - ANDIMA. Rio de Janeiro, p.25-28.

FIGUEIREDO, V. (2004). “Um ano difícil para o mercado de capitais”. *In: Retrospectiva 2003*. Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto - ANDIMA. Rio de Janeiro, p.126-130.

FIORI, J. (2001). “Para um diagnóstico da ‘modernização’ brasileira”. *In: J. L. FIORI & C. MEDEIROS. Polarização Mundial e Crescimento*. Rio de Janeiro: Petrópolis: Editora Vozes, p.269-289.

FITCH RATING BRASIL LTDA (20 de outubro de 2004). [Fundos de Investimento em Direitos Creditórios]. Disponível:

http://www.fitchratings.com.br/Structured/Fidc/issuers_list.asp

FORTUNA, Eduardo (1999). **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 13^a.ed. Rio de Janeiro. Qualitymark Ed.

FRITSCH, W. (1997). “Apogeu e crise na Primeira República: 1900-1930”. *In*: M. P. ABREU. **A Ordem do Progresso: Cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro: Campus, p.31-72.

GALVÊAS, Ernane (1985). **Sistema Financeiro e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro. IBMEC.

GOODMAN, Laurie; FABOZZI, Frank (2003). “Managing a Portfolio of Collateralized Debt Obligations”. *In*: **The Journal of Investing**. Winter 2003, p.22-30.

JP MORGAN (2001). **CDO Handbook**. New York, 29 de maio. Disponível:
http://www.securitization.net/pdf/cdo_handbook.pdf

JP MORGAN (2005). **Global ABS/CDO Weekly Market Snapshot**. New York, 11 de fevereiro. Disponível:http://www.securitization.net/pdf/JPMorgan/absedo_18Feb05.pdf

LAGO, L. (1997). “A retomada do crescimento e as distorções do ‘Milagre’: 1967-1973”. *In*: M. P. ABREU. **A Ordem do Progresso: Cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro: Campus, p.233-294.

MARTINS, A. & PINTO, L. (2004). “On the structure and advantages of securitisation of credit portfolios”. *In*: **Revista de Economia e Administração**. Rio de Janeiro. IBMEC. V.3, nº2. Abr/Junho, p.171-187.

MEIRELLES, J. & BENTIVEGNA, E. (2004). **Securitização no Brasil**. Disponível:
<http://www.pinheironeto.com.br/> [15/10/2004]

MOODY'S INVESTOR SERVICE (2004). **Revisão de 2003 e Perspectivas para 2004.**

Special Report: Structured Finance. Abril. Disponível: http://www.moodys.com/Setembro_LARL_Brasil_04.pdf [18/10/2004].

MOODY'S INVESTOR SERVICE (2005). **2004 Review and 2005 Outlook: Latin**

American ABS/MBS. Special Report: Structured Finance. Janeiro. Disponível: <http://www.moodys.com/> [10/01/2005].

NETO, J. & JABUR, R. (2003). “A securitização e o fundo de recebíveis”. *In: Valor*

Econômico. São Paulo, 12 de março. Caderno Legislação e Tributos. Disponível: <http://www.ibmec.org.br/publi/ec/ec001.pdf> [10/11/2004]

PARMALAT (05 de novembro de 2004). [A Empresa]. Disponível:

<http://www.parmalat.com.br>

PENTÁGONO TRUSTEE. (2003). **SPC Vs FIDC.** Fevereiro. Disponível:

<http://www.pentagonotruster.com/securitização> [18/10/2004].

PINHEIRO, A. & CABRAL, C. (1998). “Mercado de crédito no Brasil: o papel do judiciário e de outras instituições”. *In: Ensaios BNDES n.9*, dezembro, p.1-87, Rio de Janeiro.

PINHEIRO, A. & MOURA, A. (1998). “Segmentação e uso de informação nos mercados de crédito brasileiros”. *In: Texto para Discussão BNDES n.88*, fevereiro, p.1-63, Rio de Janeiro.

ROCHA, J. (2004). “Operações de securitização crescem 595% neste ano”. São Paulo. 23 de agosto. Disponível: <http://www.valoronline.com.br/?show=index>

SANDBACK, A. (2003). **Demystifying Securitization for Unsecured Investors: a product of the Securitization Standing Committee**. Moody’s Special Comment. Janeiro. Disponível: <http://www.moodys.com> [18/10/2004].

SANDOVAL, D. & OLIVEIRA, C. (2001). FIDC - Nova regulamentação para securitização de recebíveis. Disponível:

http://www.veirano.com.br/html/conteudo_artigos.cgi?ARTIGO=7

SANTOS, A. & DOMINGUES, R. (2004). **Classificação de Risco de Crédito em Fundos de Recebíveis**. Nota Técnica 02/2004. Março. Disponível: http://www.srrating.com.br/NT0204_classificacao_FIDC [18/11/2004].

SPRAGINS, C. (2004). “Securitização no mercado nacional, presente e futuro”. *In*: **Revista Capital Aberto**, ano 2, n.14, outubro. São Paulo, p.50-52.

STANDARD & POOR’S (2004). “Standard & Poor's retira rating do Parmalat FIDC após sua liquidação”. Comunicado à imprensa. São Paulo, 10 de fevereiro. Disponível: <http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/PressReleasesPg&s=21&b=5&ig=&r=9&l=PT>

STANDARD & POOR’S (2003a). “Standard & Poor's reafirma rating do Fundo Parmalat FIDC; fundo continua performando apesar do default da Parmalat SpA”. Comunicado à imprensa. São Paulo, 22 de dezembro. Disponível:

[http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/
Page/PressReleasesPg&s=21&b=5&ig=&r=9&l=PT](http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/PressReleasesPg&s=21&b=5&ig=&r=9&l=PT)

STANDARD & POOR'S (2003b). "Standard & Poor's atribui seu primeiro rating a um fundo de investimento em direitos creditórios lastreados em recebíveis mercantis no Brasil". Comunicado à imprensa. São Paulo, 27 de novembro. Disponível:

[http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/
Page/PressReleasesPg&s=21&b=5&ig=&r=9&l=PT](http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/PressReleasesPg&s=21&b=5&ig=&r=9&l=PT)

STANDARD & POOR'S (2003c). "Standard & Poor's atribui rating ao fundo de investimento em direitos creditórios Parmalat FIDC". Comunicado à imprensa. São Paulo, 06 de novembro. Disponível:

[http://www2.standardandpoors.com/servlet/
Satellite?pagename=sp/Page/PressReleasesPg&s=21&b=5&ig=&r=9&l=PT](http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/PressReleasesPg&s=21&b=5&ig=&r=9&l=PT)

STANDARD & POOR'S (2003d). "Parmalat - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios". Relatório Preliminar de Emissão. São Paulo, 06 de novembro. Disponível:

[http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/PressReleases
Pg&s=21&b=5&ig=&r=9&l=PT](http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/PressReleasesPg&s=21&b=5&ig=&r=9&l=PT)

SUSSEKIND, C. (2004). Marco Regulatório dos Fundos de Investimento. Disponível:

<http://www.debentures.com.br/Informacoes-Mercado/Seminarios/12>

TÁPIAS assumiu há poucos dias, junto com a galleazi & associados, a consultoria para a reestruturação da Parmalat. E vai continuar fazendo o trabalho, apesar do agravamento da situação. São Paulo, 29 Jan 2004. Disponível:

<http://oglobo.globo.com/online/economia/default.asp>

UQBAR Educação e Informação Financeira Avançada (2004). **Securitização no primeiro semestre de 2004: revisão do mercado doméstico**. São Paulo, agosto.