

ROGÉRIO DE ARAÚJO SANTANA

**O FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO: 2001 - 2005**

Mestrado em Economia

**Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Programa de Estudos Pós-Graduados
em Economia Política – PUC/SP
São Paulo
2006**

Livros Grátis

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

Milhares de livros grátis para download.

ROGÉRIO DE ARAÚJO SANTANA

**O FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO: 2001 - 2005**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia Política sob a orientação da Prof.^o Dr.^o Júlio Manoel Pires.

**PUC - SP
2006**

COMISSÃO JULGADORA

Aos meus pais, José de Almeida
e Maria das Graças, e às minhas
irmãs, Núbia e Rúbia.

AGRADECIMENTOS

Ao Prof., Doutor Júlio Manoel Pires, pelas valiosas orientações durante o processo de elaboração desta dissertação e pela compreensão demonstrada em alguns momentos.

Aos professores e amigos Cláudio Jacob, Carlos Eduardo e Patrícia Cunha, pela disponibilidade e contribuições que foram fundamentais para a conclusão desse trabalho.

Aos amigos Maurício Valongo e Charles Toledo, cujos esclarecimentos me ajudaram a compreender melhor o mercado a securitização de recebíveis e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

Aos amigos da Bovespa e CBLC, em especial Verinha e Alberto, que nessa reta final colaboraram para o resultado desse trabalho.

A todos aqueles que de uma forma ou de outra contribuíram para a conclusão dessa dissertação.

RESUMO

O presente trabalho tem como principal objetivo verificar até que ponto a securitização de recebíveis, por meio dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, pode ser considerada uma alternativa viável de captação de recursos para o financiamento das empresas. A existência de mecanismos privados de financiamento que permitam às empresas captar os recursos de que necessitam em condições favoráveis, tanto no que diz respeito aos custos como também aos prazos das operações, é de fundamental importância para desenvolvimento de qualquer economia do mundo e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios colocam-se como um desses mecanismos. Para fundamentar a análise proposta, serão apresentadas algumas contribuições de autores que contribuíram para o entendimento da problemática que envolve as operações de financiamento, os quais estão alinhados às correntes do pensamento econômico pós-keynesiana, destacando as teorias do circuito monetário e da fragilidade financeira, e novo-keynesiana, com destaque para a teoria do racionamento de crédito. Buscando atingir o objetivo inicialmente proposto, será realizado um levantamento de dados empíricos sobre os fundos constituídos no mercado durante o período que vai de 2002, ano em que foi lançado o primeiro fundo, até o final do ano de 2005, cujos resultados serão apresentados com o uso de estatística descritiva e trarão as principais características das operações realizadas durante esse período, as quais serão confrontadas com informações coletadas sobre outros mecanismos de financiamento existentes nos mercados de crédito e de capitais.

Palavras-chave: crédito, financiamento, securitização de recebíveis.

ABSTRACT

This paper has the objective to investigate in which extension the securitization made through Receivables Investment Fund (“Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC”) could be considered as a viable alternative for enterprises to gather financing resources. It is essential for the development of any economy the existence of private financing mechanisms that allows companies to supply their financial needs in favorable conditions, either regarding costs or operations deadlines, and the securitization is one of these mechanisms. In order to support the proposed analysis, some contributions from authors that have contributed for the comprehension of the questions that involved financing operations will be presented, who are either aligned to post-Keynesian schools of thought, which emphasizes the Theory of Monetary Circuit and the Theory of Financial Fragility; or are disciples of new-Keynesianism, with particular relevance to the Theory of Credit Rationing. In order to achieve the initially proposed objective, it will be performed an empirical data collection concerning FIDC established in the Market over a period of time that ranges from 2002, the year in which the first fund was established, until the end of 2005, whose results will therefore be displayed with the assistance of descriptive statistics, and will summarize the main characteristics of the operations performed over this period of time, those which will be compared to the collected data regarding other existing financing mechanisms from Credit and Capital Markets.

Key-words: *credit, financing, securitization*

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	10
I – CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS SOBRE O FINANCIAMENTO	14
1.1 – A CONTRIBUIÇÃO DE KEYNES	14
1.2 – A ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA	18
1.2.1 – O CIRCUITO MONETÁRIO	19
1.2.2 – A TEORIA DA FRAGILIDADE FINANCEIRA	23
1.3 – A ABORDAGEM NOVO-KEYNESIANA	28
1.3.1 – A ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES E O RACIONAMENTO NOS MERCADOS	29
1.4 – O DESENVOLVIMENTO DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS	35
1.4.1 – A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS COM O USO DO FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS	38
II – O FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO	41
2.1 – A ESTRUTURA DE UMA OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS	41
2.2 – A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS EM COMPARAÇÃO COM OPERAÇÕES TRADICIONAIS	50
2.3 – A EVOLUÇÃO DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS NO MERCADO BRASILEIRO	52
2.4 – O FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS	55
2.4.1 – DA CONSTITUIÇÃO E FUNCIONAMENTO DOS FIDC	57
2.4.2 – OS PARTICIPANTES ENVOLVIDOS EM UMA OPERAÇÃO COM FIDC	58
2.4.3 – CARACTERÍSTICAS DAS COTAS DOS FIDC	62
2.4.4 – OS RISCOS RELACIONADOS A UM FIDC	64
2.4.5 – A ESTRUTURA DE UMA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS POR MEIO DO FIDC	69

2.5 – OS PRINCIPAIS INVESTIDORES EM COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS	71
III – O MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS NO PERÍODO 2001 – 2005.....	75
3.1 – METODOLOGIA DE PESQUISA.....	75
3.2 - MERCADOS DE CRÉDITO E DE CAPITAIS NO BRASIL.....	78
3.2.1 – NÚMEROS DO MERCADO DE CRÉDITO	78
3.2.2 – NÚMEROS DO MERCADO DE CAPITAIS.....	80
3.3 - NÚMEROS DO MERCADO DE FIDC	83
3.3.1 – OPERAÇÕES REALIZADAS NO MERCADO	83
3.3.2 – CARACTERÍSTICAS DOS RECEBÍVEIS CEDIDOS PARA OS FIDC.....	85
3.3.3 – PRAZOS DAS OPERAÇÕES	87
3.3.4 – PERFIL DAS EMPRESAS ORIGINADORAS DOS RECEBÍVEIS	89
3.3.5 – TRANSFERÊNCIA DE RISCO DE CRÉDITO	91
3.3.6 – MERCADO SECUNDÁRIO DAS COTAS DE FIDC	93
CONCLUSÕES.....	96
REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO	100
ANEXO I – CARACTERÍSTICAS DOS FIDC OFERTADOS NO MERCADO	105

ÍNDICE DE FIGURAS, QUADROS E TABELAS

FIGURAS

Figura 2.1 – Estrutura Simplificada de uma Operação de Securitização de Recebíveis	42
Figura 2.2 – Estrutura Típica de um FIDC	69

TABELAS

Tabela 3.1 – Operações de Crédito na Modalidade Desconto de Duplicatas	79
Tabela 3.2 – Ofertas Públicas Primárias no Mercado Brasileiro.....	80
Tabela 3.3 – Ofertas Públicas de Cotas de FIDC Fechados	84
Tabela 3.4 – Ofertas de FIDC Fechados por Segmento dos Recebíveis (R\$ milhões)	85
Tabela 3.5 – Número de Ofertas de FIDC Fechados por Segmento dos Recebíveis.....	86
Tabela 3.6 – Ofertas de FIDC Fechados por Tipo de Lastro	86
Tabela 3.7 – Prazos das Séries e Classes de Cotas de FIDC Ofertadas no Mercado	87
Tabela 3.8 – Prazos Máximos dos Recebíveis Cedidos aos FIDC.....	88
Tabela 3.9 – Ofertas de FIDC – por tipo de Empresa Originadora.....	89
Tabela 3.10 – Volume Médio das Ofertas de FIDC - por tipo de Empresa Originadora	90
Tabela 3.11 – Ofertas de Distribuição Pública de FIDC – por classe de cotas	92
Tabela 3.12 – Ofertas de Distribuição Pública de FIDC – coobrigação dos originadores.....	93

GRÁFICOS

Gráfico 3.1 – Patrimônio dos Principais Investidores Institucionais (R\$ bilhões)	82
Gráfico 3.3 – Mercado Secundário de Cotas de FIDC	94
Gráfico 3.4 – Volume de Aplicações em Cotas de FIDC - por tipo de investidor	95

INTRODUÇÃO

Desde o início da primeira década de 2000, o mercado de securitização de recebíveis tem apresentado um crescimento acelerado no Brasil. A principal explicação para isso é a criação do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, em 2001. A importância do desenvolvimento desse mercado diz respeito ao surgimento de um novo mecanismo de captação de recursos para as empresas e à criação de uma nova alternativa de financiamento das atividades e dos investimentos realizados por estas companhias.

A existência de mecanismos que permitam às empresas ter acesso a recursos externos de forma que o desenvolvimento de suas atividades, bem como o estudo e implantação de novos projetos de investimento não fiquem restritos ao autofinanciamento com o uso de lucros retidos, é de fundamental importância para o fortalecimento do setor empresarial de qualquer economia. Porém, no caso da economia brasileira, a ausência desses instrumentos é um problema que se perpetua há décadas, apesar das tentativas para resolvê-lo. É esse espaço deixado pela falta de um instrumento de financiamento privado que o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios busca preencher.

Desde o início da década de 1980 a economia brasileira não foi capaz de ingressar em um novo ciclo de crescimento. Os baixos índices de investimento associados ao problema de inflação ascendente podem ser considerados dois dos principais motivos para a manutenção dessa situação. Em meados da década de 1990, o problema inflacionário foi solucionado com a adoção do plano Real. Contudo, o controle da inflação não foi acompanhado por um aumento nos níveis de investimento na economia, resultando em um quadro de estabilidade monetária sem crescimento.

O baixo nível de investimento verificado nesses últimos 25 anos está associado à dificuldade encontrada pelas empresas em ter acesso a recursos financeiros externos às suas atividades e em condições favoráveis, não só no que diz respeito aos custos de captação, mas também aos prazos das operações. Os recursos que financiaram os ciclos expansivos anteriores à década de 1980 eram originários, principalmente, do setor público e do mercado internacional, visto que mecanismos privados de financiamento, principalmente de longo prazo, não se

desenvolveram no mercado doméstico, de forma a restringir as alternativas à disposição das empresas.

No período que sucede o plano Real e a entrada em um período de estabilidade monetária, o estágio de desenvolvimento dos mecanismos de financiamento privado não apresentou nenhuma grande evolução. As altas taxas de juros praticadas no mercado bancário e os prazos restritos dessas operações acabaram por inviabilizar projetos de investimento de muitas empresas. As operações tradicionais do mercado de capitais – emissão de ações e de títulos de dívida, principalmente debêntures – apesar da grande melhora verificada a partir de 2003, também não podem ser consideradas como fontes de captação de recursos acessíveis para a grande maioria das empresas.

Neste cenário, o preenchimento do espaço deixado pela ausência de um mecanismo de financiamento, de curto, médio e longo prazo que ofereça condições vantajosas e que seja acessível para empresas que atuam nos mais diversos segmentos da economia, sejam elas de pequeno, médio ou grande porte, passa a ser uma das necessidades mais urgentes do nosso mercado, pois, sem isto, a tarefa de elevar o nível de investimento na economia e, por conseguinte, a taxa de crescimento desta, torna-se muito mais difícil.

O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios apresenta-se como o mais novo candidato para ocupar essa lacuna, colocando-se para as empresas como uma opção de captação de recursos externos, alternativa ao crédito bancário e também às operações tradicionais do mercado de capitais. Permitindo, também, a captação de recursos sem onerar o passivo da empresa, visto que não envolve a emissão de dívida, e a transferência do risco de crédito associado aos ativos que estão sendo securitizados, de forma a reduzir a incerteza relacionada ao fluxo futuro de receitas da empresa.

Dessa forma, o presente trabalho tem como principal objetivo analisar o desenvolvimento do mercado de securitização de recebíveis com o uso do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios e verificar qual a real importância representada por essa estrutura de financiamento para as empresas. Busca, então, avaliar o alcance desse instrumento de captação de recursos e constatar se, realmente, é uma ferramenta viável para as empresas brasileiras.

Com esse objetivo, parte-se da hipótese de que, por se tratar de um instrumento relativamente novo no mercado brasileiro, apesar do considerável crescimento verificado desde sua criação, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ainda têm um alcance limitado, de forma que apenas um número restrito de empresas pôde se financiar por meio da securitização de recebíveis com o uso desse instrumento.

Para atingir esse objetivo e verificar se a hipótese levantada é verdadeira, será feito um levantamento de dados empíricos sobre as operações realizadas nos mercados de crédito e de capitais e sobre os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios constituídos no mercado durante o período que vai de 2002, ano em que foi lançado o primeiro fundo, até o final do ano de 2005. Com base nesse levantamento, serão apresentadas estatísticas descritivas que possibilitarão a análise das principais características desses fundos.

O trabalho está dividido em quatro partes, sendo que a uma última seção traz as conclusões.

No Capítulo I será feita uma breve apresentação das principais contribuições trazidas por diferentes correntes teóricas que estudam a problemática por trás do financiamento, apresentando: a crítica de Keynes à visão convencional; as contribuições da escola pós-keynesiana, com ênfase nas teorias da preferência pela liquidez, do circuito monetário (*finance-investimento-poupança-funding*) e da fragilidade financeira; e a contribuição da escola novo-keynesiana, com ênfase na teoria do racionamento de crédito. Ainda nesse capítulo serão apresentados os conceitos relacionados a uma operação de securitização de recebíveis e também será feita uma primeira aproximação da securitização de recebíveis com as teorias de financiamento.

O Capítulo II aprofundará a análise da estrutura de financiamento por meio da securitização de recebíveis e apresentará um breve histórico do desenvolvimento das operações no mercado brasileiro, o qual culmina na criação do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, em 2001. Em seguida, será apresentado o tipo de estrutura que está por trás desses fundos, identificando suas principais características, as instituições participantes, as principais vantagens, bem como eventuais problemas existentes nessa estrutura. Também terá continuidade nesse capítulo, o diálogo entre a caracterização dessas operações e as teorias de financiamento.

Já no Capítulo III será utilizada estatística descritiva para apresentar alguns números sobre os mercados de crédito e de capitais brasileiros, e sobre os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Primeiramente, serão apresentados os dados coletados empiricamente as operações de desconto de duplicatas realizadas pelas empresas junto aos bancos e sobre as emissões de valores mobiliários realizadas no mercado de capitais brasileiros. Em seguida, a partir de uma análise documental, serão apresentadas e analisadas as principais características dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ofertados no mercado no período que se estende de 2002 até o final do ano de 2005, entre as quais se destacam: os prazos das operações, os tipos de carteiras, o perfil das empresas originadoras e cedentes dos recebíveis, a transferência de risco dos recebíveis para os investidores do mercado, entre outras.

Por fim, serão apresentadas as conclusões do autor a partir da análise proposta acima, principalmente no que diz respeito ao problema e à hipótese levantados no presente trabalho.

I – CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS SOBRE O FINANCIAMENTO

Neste primeiro capítulo será apresentado o referencial teórico que fundamentará a análise proposta no presente trabalho, destacando alguns dos principais aspectos da relação entre poupança e investimento e da problemática que envolve a discussão sobre a oferta de financiamentos de curto e de longo prazo na economia. A base dessas teorias está nas idéias e questionamentos introduzidos por John Maynard Keynes e que foram, posteriormente, desenvolvidos e aprofundados por autores das escolas denominadas pós-keynesiana, que destaca a presença de incerteza nas decisões de investimento dos agentes econômicos, e novo-keynesiana, que aponta o racionamento de crédito como sendo o principal limitador do investimento.

O objetivo deste capítulo não é o de apresentar ou se envolver no debate existente entre diferentes escolas do pensamento econômico. O que se pretende com a apresentação dessas contribuições teóricas é facilitar o entendimento dos diferentes problemas relacionados ao financiamento das empresas, bem como suas conseqüências para a economia e, com isso, tornar mais clara a importância do tema e do desenvolvimento de alternativas de financiamento como é o caso do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC.

Dessa forma, serão apresentadas, primeiramente, as contribuições de Keynes para o entendimento dos principais aspectos e problemas relacionados ao financiamento, para, em seguida, serem expostas as principais idéias e conceitos defendidos por economistas pós-keynesianos e novo-keynesianos.

1.1 – A CONTRIBUIÇÃO DE KEYNES

As idéias de Keynes tiveram fundamental importância para o desenvolvimento da ciência econômica. Sua principal obra, *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, publicada em 1936, deu início à chamada revolução keynesiana que determinou os rumos das políticas econômicas adotadas por boa parte dos governos do mundo até fins da década de 1960.

Um dos principais questionamentos de Keynes foi direcionado para a crença de que o livre mercado era capaz e suficiente para conduzir a economia para o seu equilíbrio de pleno emprego, no qual todos os fatores de produção estariam sendo empregados no processo produtivo. Essa idéia está baseada na lei de Say, segundo a qual expansões na oferta, representadas por aumentos na produção e, conseqüentemente, do emprego, levam a um aumento concomitante da demanda observada. Ou seja, o pleno emprego torna-se um objetivo plausível, alcançável com certa facilidade por meio de incrementos na oferta agregada que, por sua vez, são derivados de expansões no nível de emprego promovidas pelos empresários (DAVIDSON, 2003, p. 8).

A crítica de Keynes aos fundamentos da teoria clássica e à lei de Say procurava demonstrar a inaplicabilidade de tais teorias, já que se baseava em uma economia que há tempos havia deixado de fazer parte da realidade, caracterizada como um sistema de trocas reais. No mundo real, do qual Keynes fazia parte e que ainda está presente nos dias de hoje, a economia pode ser definida como sendo uma economia monetária de produção, ou seja, uma economia na qual o objetivo principal das empresas, ao final do processo produtivo, não é acumular uma quantidade maior de bens físicos, mas sim uma quantidade maior de moeda.

Em uma economia de trocas reais, a oferta é capaz de criar sua própria procura e “... *isto significa de modo expressivo, mas não claramente definido, que o total dos custos de produção deve ser gasto por completo direta ou indiretamente, na compra do produto*” (KEYNES, 1985, p. 25). Já em uma economia monetária de produção, a moeda, que é um ativo não reproduzível pelo trabalho, exerce a função de reserva de valor e compete com ativos reproduzíveis pelo trabalho na distribuição da riqueza da economia, afetando as posições de equilíbrio de curto e longo prazo, por conta de variações na demanda efetiva. Essa característica da moeda faz com que

... um aumento na sua demanda constitua uma subtração da demanda por bens, que não pode ser compensada por um crescimento do emprego na produção de moeda. A possibilidade de acumular riqueza não reprodutível por trabalho, ao invés de bens produzidos por ele, é o núcleo do princípio da demanda efetiva de Keynes, algo que, segundo ele, somente pode acontecer em uma economia monetária. (CARVALHO, 1999, p. 264).

Dessa forma, a redução da demanda efetiva resulta da preferência pela liquidez dos indivíduos que retiram parte da renda do circuito produtivo. Onde, “... *a preferência pela liquidez*

do indivíduo é representada por uma escala de volume dos seus recursos, medidos em termos monetários ou em unidades de salários, que deseja conservar em forma de moeda...” (KEYNES, 1985, p. 122).

A idéia de que a oferta é capaz de criar sua própria demanda traz uma outra implicação: a demanda é restringida pela oferta, ou em outras palavras, a demanda agregada estaria limitada à renda corrente. A análise de Keynes, não considera essa alegação verdadeira e

... sustenta que nenhum dos dois componentes privados da demanda agregada – D1 e D2, isto é, o consumo agregado e os gastos de investimentos – são restringidos pela renda corrente, não obstante D1 possa ser relacionada com a renda percebida! De modo grosseiro e em sua forma mais irritante – mas, ao mesmo tempo, estimuladora da reflexão -, pode-se dizer que os axiomas básicos da revolucionária teoria da demanda efetiva de Keynes estabelecem que *a demanda por bens produzidos pelo trabalho jamais é necessariamente restringida pela renda; os gastos são limitados tão-somente pela liquidez e/ou considerações de timidez* – isto é, pela pouca disposição dos empresários em realizar maiores volumes de investimentos. Assim, no modelo de Keynes, a restrição orçamentária não limita, necessariamente, os gastos individuais – ou os gastos agregados – em níveis inferiores ao de pleno emprego (DAVIDSON, 2003, p. 13).

A discussão em torno da relação causal entre a oferta e a demanda está no cerne da análise da relação entre poupança e investimento. A abordagem convencional defende que o mercado é capaz de promover o equilíbrio entre a oferta e demanda por fundos emprestáveis, ou seja, entre a poupança e o investimento¹. Esse equilíbrio seria proporcionado por alterações na taxa de juros que estimulariam o acúmulo de poupança que, por um lado, proporcionaria a realização do investimento, enquanto por outro, restringiria o montante deste. Já na teoria desenvolvida por Keynes não é a taxa de juros que proporciona o equilíbrio entre poupança e investimento, visto que, na verdade, esta é determinada no lado monetário da economia como resultado da relação entre demanda e oferta de moeda e representa “... o ‘preço’ mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda

¹ Essa abordagem pode ser representada i) pela teoria dos fundos emprestáveis, que defende o equilíbrio entre os fluxos de recursos financeiros, ou seja, o equilíbrio entre a oferta (poupança) e a demanda por recursos (investimento), é proporcionado pela taxa de juros, ii) ou pelo modelo Shaw-McKinnon, que defende uma política de liberalização financeira que ataca o problema do financiamento pelo lado da oferta, defendendo políticas que visam estimular a oferta de crédito na economia com a adoção de medidas que estimulem a acumulação de poupança, principalmente pelo aumento da taxa real de retorno dos ativos e redução dos custos de transação envolvidos em uma operação de crédito. Para uma análise mais detalhada da teoria dos fundos emprestáveis e do modelo Shaw-McKinnon, ver Carvalho et al. (2003, p. 383-386) e Herman (2003), respectivamente.

disponível...” (KEYNES, 1985, p. 122). A taxa de juros não pode ser considerada uma recompensa para que os indivíduos se abstenham do consumo e acumulem poupança, mas sim uma recompensa para que o indivíduo renuncie à liquidez e não acumule sua riqueza na forma de moeda (KEYNES, 1985, p. 126). Apesar disso, a taxa de juros desempenha um papel importante na decisão de investimento, pois representa o principal parâmetro de comparação para a eficiência marginal do capital², podendo representar um limitador ao investimento, já que

... a taxa efetiva de investimento corrente tende a aumentar até o ponto em que não haja mais nenhuma classe de bem de capital cuja eficiência marginal exceda a taxa de juros corrente. Em outras palavras o investimento vai variar até aquele ponto da curva de demanda de investimento em que a eficiência marginal do capital em geral é igual à taxa de juros do mercado (KEYNES, 1985, p. 102).

Na análise de Keynes, o que proporciona a igualdade entre a poupança e o investimento é a variação no nível de renda. Essa interpretação é possível devido ao desenvolvimento do mecanismo do multiplicador do investimento utilizado na teoria da demanda efetiva. Conforme Amadeo,

... o mecanismo do multiplicador de Keynes fornece uma teoria consistente de ajustamento entre poupança e investimento e o nível de produção. De acordo com esse mecanismo, a poupança se ajusta ao investimento por meio de mudanças no nível de produção e emprego (AMADEO; DUTT, 2003, p. 78).

O mecanismo do multiplicador nos permite entender como variações no nível de investimento podem ocorrer sem a existência de poupança previamente acumulada e possibilita uma inversão da lógica convencional, com o investimento assumindo o papel de variável causal na relação com a poupança. Dessa forma, verifica-se que não é a existência de poupança que gera o investimento, mas sim o contrário. Essa relação causal é expressa ao se verificar que:

... um incremento do investimento medido em unidades de salário só pode ocorrer se o público estiver disposto a aumentar a sua poupança, computada nas mesmas unidades. Comumente falando, o público não fará isso a não ser que sua renda agregada [...] estiver aumentando. Desse modo, seu esforço para consumir uma parte da renda suplementar estimulará a produção até que o novo nível (e distribuição) das rendas proporcione uma margem de poupança suficiente para corresponder ao maior investimento... (KEYNES, 1985, p. 89).

² Keynes (1985, p. 101) define a eficiência marginal do capital como sendo “... a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas desse capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta”.

O aumento na renda a que se refere Keynes é proporcionado pelo incremento do investimento realizado. Por isso, é correto dizer que a teoria da demanda efetiva desenvolvida por Keynes atribui papel central ao investimento na determinação do nível de emprego, visto que, dada a estabilidade da propensão a consumir, o mecanismo do multiplicador “... *estabelece uma relação precisa entre o fluxo de investimento e os volumes agregados do emprego e da renda*” (KEYNES, 1985, p. 87).

Em uma economia que conte com capacidade ociosa, uma vez iniciado o investimento, é desencadeado um processo que resulta em incremento no nível de emprego e da renda. O multiplicador do investimento potencializará esse aumento na renda, tornando-o um múltiplo do investimento inicial e possibilitando que a parcela dessa renda destinada para a poupança, em um momento seguinte, será igual ao investimento inicial. Em outras palavras, o mecanismo do multiplicador do investimento mostra de que modo é alcançado o equilíbrio *ex-post* entre a poupança e o investimento.

Percebe-se, então, que dada uma propensão a consumir relativamente estável ao longo do tempo, o investimento será o principal determinante do nível de emprego na economia e que apenas a inexistência de obstáculos e a existência de incentivos para o seu aumento poderão levar a economia ao nível de pleno emprego. Porém, acontece que este não é o quadro predominante na realidade atual das economias, pois as taxas de investimento não se mostram tão pujantes como poderiam e deveriam ser. Os motivos que levam a essa constatação serão melhor detalhados a seguir, por meio da argumentação desenvolvida pelas escolas pós-keynesiana e novo-keynesiana.

1.2 – A ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA

A análise desenvolvida por Keynes é baseada em uma economia marcada pela presença de bancos modernos, pelo seu caráter dinâmico e pela incerteza que ronda os agentes econômicos. Essas são algumas das principais características de uma economia monetária de produção, presente desde os tempos de Keynes até a atualidade da qual fazemos parte. A análise desse tipo de economia, bem como de suas características, não foi esgotada nas obras de Keynes e vem sendo aprofundada e melhor detalhada por um grupo de economistas keynesianos que

... tem enfatizado o caráter histórico (em oposição ao lógico) do tempo, a importância da incerteza (em oposição ao risco), o papel do dinheiro e das instituições monetárias e a inaplicabilidade do método de equilíbrio no estudo da disciplina, tanto no trabalho de Keynes quanto na análise das economias capitalistas [...] [esse grupo] é denominado como pós-keynesiano (AMADEO; DUTT, 2003, p. 99).

Seguindo o escopo do presente trabalho, serão apresentados os desenvolvimentos pós-keynesianos que contribuíram para o entendimento das operações de financiamento e de suas implicações no desempenho da economia real, em especial, a teoria do circuito monetário - financiamento-investimento-poupança-*fundings* - e a teoria da fragilidade financeira que estuda as diferentes estruturas de financiamento das empresas.

1.2.1 – O CIRCUITO MONETÁRIO

A abordagem pós-keynesiana para explicar a relação existente entre a poupança e o investimento e como essa relação se realiza no âmbito do mercado financeiro, aproxima-se muito da “... crítica de Keynes à visão neoclássica e [...] [apresenta] uma visão alternativa como base do circuito financiamento-investimento-poupança-*fundings*...” (STUDART, 1999, p.156). Algumas das principais críticas dos pós-keynesianos dirigem-se ao entendimento da relação de causalidade entre a poupança agregada e o investimento realizado defendido por outras escolas do pensamento econômico, alinhadas à visão neoclássica.

Ao trabalhar com a noção de tempo histórico, os pós-keynesianos consideram que o processo de produção leva tempo e que mudanças no nível corrente de investimento têm impactos na capacidade produtiva da economia e conseqüentemente no nível de renda. Dessa forma, “... a decisão de investir precede, logicamente, a criação da renda e, portanto, a poupança agregada é determinada, e não determinante do investimento” (STUDART, 1999, p.157). A partir dessa visão, uma vez tomada a decisão de “... investimento, o processo de criação de renda se segue dentro da dinâmica do multiplicador e a poupança é gerada como um subproduto do processo” (STUDART, 1999, p. 165).

Porém, para que uma decisão de investimento se concretize é necessário que os empresários tenham acesso a crédito, pois caso contrário, seus investimentos estarão limitados à

sua capacidade de geração de recursos próprios. Esse crédito será oferecido pelo sistema bancário, fazendo com que a disposição desses bancos em emprestar esses recursos, e não a poupança agregada da economia, exerça influência direta na determinação do nível de investimento. Esse financiamento, disponibilizado pelo setor bancário, é denominado *finance*.

Em economias com sistemas bancários minimamente desenvolvidos, o que já é realidade para boa parte do mundo, onde os bancos são capazes de criar moeda por meio do multiplicador bancário, possibilitando a concessão de um volume de crédito superior ao montante de depósitos previamente existentes,

... o financiamento do investimento independe de poupança prévia; é o financiamento do investimento que possibilita a criação posterior da renda através do efeito multiplicador; a poupança agregada representa um subproduto desse mesmo processo multiplicador (STUDART, 1999, p. 156).

Dessa forma, o nível de desenvolvimento do sistema financeiro passa a ter um papel decisivo na determinação do nível de investimento na economia, pois um aumento deste só será possível se os bancos estiverem dispostos a aumentar a oferta de moeda por meio de um aumento na oferta de crédito bancário.

Normalmente, o *finance* necessário para dar início ao processo de produção do investimento é disponibilizado para os empresários investidores na forma de recursos de curto prazo. Porém, um investimento normalmente representa um compromisso de longo prazo para o empresário, com os retornos esperados se realizando apenas após um período relativamente longo de maturação. Sendo assim, é fundamental que os empresários tenham à sua disposição alternativas de financiamento que possibilitem a consolidação de prazos entre o seu passivo, ou seja, os financiamentos previamente obtidos, e os retornos esperados do investimento realizado. Os recursos que viabilizam a consolidação financeira das empresas são denominados *funding* e serão disponibilizados pelos agentes poupadores da economia.

O investimento viabilizado com os recursos do *finance* provocará, em um momento posterior, um incremento no nível de atividade da economia. Esse aumento no nível de produção e, conseqüentemente, no nível de renda da economia será potencializado pelo mecanismo multiplicador do investimento, o que possibilitará que, uma vez completado o efeito do multiplicador, esse aumento na renda seja de tal magnitude que a poupança adicional atinja o

mesmo valor do investimento inicial. Chega-se, então, a um equilíbrio *ex-post* entre poupança e investimento agregados na economia, decorrente de variações na renda. Com isso, está cumprida a terceira etapa do circuito financeiro, a criação da poupança para financiar o investimento. Porém, a acumulação de poupança não garante a oferta de *funding* para as empresas.

Conforme demonstrado por Keynes, em uma economia monetária de produção o ato de poupar envolve a tomada de duas decisões: a primeira delas diz respeito à parcela da renda que não será consumida e que será acumulada na forma de poupança, já a segunda diz respeito à forma como essa poupança será alocada.

A segunda decisão, que determina como os agentes alocam suas poupanças entre diferentes categorias de bens e ativos, sofre influência direta do grau de incerteza presente na economia, que, de alguma maneira, pode ser medido pelo grau de preferência pela liquidez dos agentes. Conforme Hermann,

... as decisões de produzir e investir (seja em bens de capital ou em ativos financeiros) têm de ser tomadas com base em prognósticos sobre o futuro, que envolvem, necessariamente, algum grau de incerteza e, por conseguinte, alguma possibilidade de perda de capital. Sendo a moeda a unidade de conta da economia e, portanto, riqueza em forma geral, sua retenção, em alguma medida, atua como uma proteção contra cenários econômicos incertos (HERMANN, 2003, p. 260).

Quanto maior a incerteza que ronda a economia e, conseqüentemente, o grau de preferência pela liquidez dos agentes, maior a chance de que o circuito financiamento-investimento-poupança-*funding* seja comprometido. Em economias que contam com um sistema financeiro desenvolvido o grau de preferência por liquidez não se materializa pela retenção de moeda, seja em espécie ou em depósitos à vista, mas sim pela concentração dos portfólios dos agentes superavitários em ativos financeiros de curto prazo ou de alta liquidez, entre os quais se destacam os títulos públicos³ (HERMANN, 2003, p. 260).

³ No caso da economia brasileira o mercado de títulos públicos apresenta certas peculiaridades. Conforme destacou Hermann (2003, p. 282) “a ampla oferta de títulos públicos indexados às variáveis mais voláteis do mercado – as taxas de juros, de câmbio e, mais recentemente, de inflação – coloca à disposição dos poupadores e instituições financeiras do país um tipo de ativo financeiro especial, que permite combinar elevada rentabilidade, alta liquidez e baixo risco. Na forma em que se apresentam os títulos públicos no Brasil, não apenas seu risco de crédito é menor (como em qualquer país), mas também, dependendo do indexador, os riscos de juros, cambial e de perdas reais, pela inflação”.

Essa preferência por liquidez, ou se preferir, pela concentração da poupança em determinados ativos financeiros, pode afetar todos os agentes presentes na economia, desde instituições financeiras, até famílias e empresas. No caso dos bancos, caso a sua preferência por liquidez restrinja a concessão de crédito para investimento, a primeira etapa do circuito - o *finance* - também será restringida, limitando não só a expansão do investimento, como também o crescimento da renda e da economia. Já em relação aos demais agentes⁴, um aumento da preferência por liquidez limitará a oferta de *funding* na economia e comprometerá o processo de consolidação financeira das empresas deficitárias, visto que pode não haver uma disposição destes agentes em adquirir títulos de longo prazo emitidos pelas empresas.

Para diminuir as chances de que o quadro apresentado no parágrafo anterior se concretize é fundamental a existência de uma infra-estrutura institucional desenvolvida, na qual estejam presentes instituições bancárias fortes e consolidadas e um mercado de capitais com mercados primários e secundários de títulos desenvolvidos⁵. Sem isso, não só o processo de consolidação financeira, como também todo o circuito financeiro, pode ser comprometido, pois estão interligados, ou seja, o “... *financiamento do investimento em geral está condicionado à existência de mecanismos de consolidação financeira, tanto do ponto de vista das instituições financeiras quanto dos investidores produtivos...*” (STUDART, 1999, p. 162).

Viu-se, portanto, que o sistema financeiro possui um papel importante na determinação do nível de atividade da economia, já que é através dele que o investimento é financiado; primeiramente pela concessão do *finance* e, posteriormente, pela concessão do *funding* que possibilita às empresas a consolidação financeira entre seu ativo e seu passivo. Porém, a possibilidade de que o circuito seja interrompido antes que sejam percorridas todas as etapas, pode trazer conseqüências indesejáveis para a economia:

⁴ Dentre os demais agentes citados no texto estão as famílias, as empresas e também os investidores institucionais que vêm ganhando destaque na economia brasileira. Os principais investidores institucionais são: Bancos de Investimento, Fundos de Investimento, Fundos de Pensão e Companhias Seguradoras.

⁵ É no mercado primário que os títulos são inicialmente emitidos e somente neste existe o aporte de novos recursos para as empresas. Já no mercado secundário, é negociado todo o estoque de títulos emitidos no mercado e, segundo Studart (1999, p.159), são os mercados secundários que: a) provêm liquidez aos ativos negociados, possibilitando liquidez aos investidores quando for necessário; b) tornam o processo de *underwriting* (colocação de papéis) por parte das instituições especializadas um risco suportável; c) sinalizam preços para possíveis novas emissões por parte das empresas; e d) aumentam o

... na visão pós-keynesiana, portanto, o sistema financeiro tem um papel no crescimento econômico que ultrapassa a mera alocação de recursos poupados pelas unidades familiares. Um sistema bancário minimamente desenvolvido [...] permite a acumulação em um nível superior àquele que seria viável pela simples acumulação de poupanças prévias, porém, esta facilidade traz consigo um *trade-off* de fragilidade financeira, à medida que permite disparidade entre horizontes de maturação de posições patrimoniais ativas e passivas das empresas inversoras e das instituições financeiras (STUDART, 1999, p. 166).

Na impossibilidade de que ocorra a consolidação financeira por parte das empresas será verificado um aumento da fragilidade financeira na economia. A teoria que identifica e caracteriza a fragilidade financeira será apresentada logo abaixo.

1.2.2 – A TEORIA DA FRAGILIDADE FINANCEIRA⁶

A teoria da fragilidade financeira foi desenvolvida por Hyman P. Minsky, que buscava analisar como os lados financeiro e produtivo de uma economia se relacionam entre si. Procurava entender como o processo financeiro da economia, que gira em torno do modo como os agentes econômicos individuais, em especial as empresas, se financiam, exerce influência na determinação do nível de atividade desta e, por conseguinte, no nível de emprego.

Em uma economia monetária de produção qualquer decisão de investimento por parte de empresários investidores deve ser, necessariamente, acompanhada da decisão a respeito da forma de financiamento a ser utilizada. A alternativa escolhida entre autofinanciamento, emissão de ações, endividamento ou venda de ativos, terá influência direta na situação futura da empresa e no desempenho da economia como um todo.

Tanto as decisões relacionadas aos gastos com investimento, como as relacionadas ao financiamento desse investimento, são tomadas com base em um futuro incerto que não pode ser representado de maneira precisa por uma simples distribuição de probabilidades (MINSKY, 1992, p. 13). Uma decisão de investimento envolve abrir mão de algo certo no presente, que é o dinheiro, em troca de uma expectativa de rendas a serem geradas por este investimento adicional.

fluxo de informações que permite aos investidores financeiros avaliar a rentabilidade prospectiva dos ativos emitidos no mercado primário.

⁶ Essa seção do presente trabalho que aborda a questão da fragilidade financeira toma como base o texto Financiamento e Lucros (MINSKY, 1992).

Ao mesmo tempo, uma operação de empréstimo, definida como o recebimento de recursos hoje em troca de uma promessa de pagamento no futuro, também envolve a necessidade de que as estimativas do tomador do empréstimo (a empresa que necessita dos recursos) e do vendedor (a instituição que empresta os recursos) sejam positivas, ou seja, ambos aceitam que é altamente provável que o tomador será capaz de honrar suas promessas de pagamento(s) futuro(s).

As instituições financeiras que concederão os empréstimos também são empresas e buscam a geração de lucros para seus acionistas. Por conta disso, as operações de empréstimos são montadas de forma que eventuais perdas provocadas pela inadimplência sejam minimizadas. Ao conceder um empréstimo, a instituição financeira se preocupa em avaliar se as fontes de recursos das empresas, tanto primária, quanto secundária, são suficientemente grandes para saldar o empréstimo concedido. Ou, nas palavras de Minsky, em um empréstimo bancário, “... *a diferença esperada entre receitas brutas e custos rotineiros é a fonte primária de dinheiro. A fonte secundária incluiria o valor dos colaterais, os empréstimos ou a receita obtida com a venda de ativos...*” (MINSKY, 1992, p. 13).

Empresas que financiam suas atividades ou seus investimentos por meio de operações de empréstimo podem estar enquadradas em diferentes posturas financeiras. Minsky criou uma tipologia própria para qualificar essas posturas que são diferenciadas pela “... *relação entre os compromissos de pagamento contratuais provenientes de suas obrigações e seus fluxos primários de dinheiro. Essas posturas financeiras são a ‘hedge’, a especulativa e a Ponzi*” (MINSKY, 1992, p. 15). Os “fluxos primários de dinheiro” aos quais Minsky se refere são representados pela renda bruta de capital das empresas, composta pelo total das receitas operacionais, deduzida das despesas com trabalho corrente e insumos.

Essas posturas diferenciam as empresas dentro de uma escala de fragilidade financeira perante flutuações de mercado, em especial, variações na taxa de juros. Essa escala varia de um menor grau de fragilidade, no caso de uma empresa com postura financeira *hedge*, e aumenta à medida que a empresa passa a ser identificada por uma postura financeira especulativa, sendo que o grau de fragilidade atinge seu nível máximo nas empresas que adotam uma postura de financiamento Ponzi.

Uma empresa que tem uma postura financeira *hedge* é aquela para qual,

... numa data específica, a renda bruta de capital esperada excede com alguma margem os compromissos de pagamento devido às dívidas em qualquer período relevante ao longo do horizonte estabelecido pelas dívidas agora registradas nos livros e os empréstimos que devem ser feitos se a renda bruta de capital esperada está para ser obtida... (MINSKY, 1992, p. 17).

Ao realizar uma operação de financiamento, as instituições financeiras utilizam margens de segurança de forma que, ao projetar a renda bruta de capital esperada para a empresa, é estabelecida uma linha de corte, abaixo da qual tais receitas esperadas são dadas como certas, apesar das incertezas que rondam o futuro. Para uma empresa com postura financeira *hedge*, em qualquer período, a diferença entre essa parcela da renda bruta de capital esperada tida como certa, e o fluxo de obrigações decorrentes do seu endividamento, ambos capitalizados a uma mesma taxa de juros, será positiva, independentemente da taxa de juros utilizada. Isso quer dizer que a solvência de uma empresa com postura financeira *hedge* não é afetada por variações na taxa de juros. Daí a afirmativa de Minsky:

... uma unidade [(empresas, famílias ou governos)] financeiramente 'hedge' não é diretamente suscetível a efeitos adversos provenientes das mudanças no mercado financeiro. O único modo pelo qual uma unidade financeiramente 'hedge' pode ir à falência é se seus rendimentos ficarem abaixo de seus desembolsos rotineiros e obrigações (MINSKY, 1992, p. 19).

Já uma empresa com postura financeira especulativa pode ter sua solvência afetada por variações de mercado, em especial, variações na taxa de juros. Nas palavras de Minsky,

... uma unidade especula quando, por alguns períodos, os compromissos de pagamento em dinheiro referentes às dívidas excedem a renda bruta de capital esperada. A especulação é que o refinanciamento estará disponível quando necessário (MINSKY, 1992, p. 19).

Normalmente, os déficits de uma empresa financeiramente especulativa acumulam-se nos primeiros períodos, pois teriam utilizado financiamentos de curto prazo, de forma que os pagamentos das dívidas nesse período superam os retornos gerados pelo seu investimento. Nesses períodos, a empresa é obrigada a pleitear um novo financiamento a fim de quitar o saldo não coberto de suas obrigações. Os termos desse refinanciamento são desconhecidos no momento inicial e caso sejam demasiadamente desvantajosos para a empresa, podem afetar os demais períodos que, até então, apresentavam uma diferença positiva entre renda bruta de capital e obrigações assumidas, de forma a transformar essa diferença em um valor negativo. Além disso, ao capitalizar os fluxos de recursos esperados e de obrigações assumidas, os períodos mais

distantes serão, proporcionalmente, mais afetados por variações na taxa de juros. Dessa forma, aumentos na taxa de juros provocarão reduções mais significativas na renda bruta de capital esperada para os períodos mais distantes, justamente aqueles que se mostravam superiores aos fluxos de obrigações assumidas.

Contudo, para uma unidade financeiramente especulativa o endividamento cai mesmo durante os primeiros períodos que se mostram deficitários. Isso porque, o valor da renda bruta de capital é superior ao valor dos juros da dívida, permitindo que ao menos parte dessa diferença seja utilizada para abater o valor do principal da dívida (MINSKY, 1992, p. 21).

Por fim, uma empresa que adota uma postura financeira Ponzi apresenta uma fragilidade superior às duas posturas apresentadas acima, de tal forma que sua solvência torna-se extremamente suscetível às variações no mercado. Conforme Minsky, as empresas Ponzi são empresas

... especulativas com características especiais de que para alguns períodos, senão para todos os períodos mais próximos, os compromissos de pagamentos de juros não são cobertos pela porção da renda proveniente do hiato esperado de receitas sobre os custos correntes de trabalho e matérias-primas. Essas unidades devem tomar emprestado com o objetivo de pagar os juros da sua dívida a pagar: sua dívida a pagar cresce mesmo se nenhum novo ativo for adquirido (MINSKY, 1992, p. 21).

Portanto, fica claro que uma empresa com postura financeira Ponzi é a que está mais exposta a variações na taxa de juros de mercado. Contudo, é necessário ressaltar que da mesma maneira que acontece com as empresas enquadradas nas posturas financeiras *hedge* e especulativa, para um período mais longo de tempo, a renda bruta de capital esperada para uma empresa Ponzi deve superar os compromissos de pagamento assumidos por essa empresa, já que

... uma condição necessária, porém não suficiente, para a viabilidade financeira de uma unidade é que a renda bruta de capital esperada exceda, ao longo do tempo, o total de compromissos de pagamento das dívidas já registradas nos livros contábeis ou que devem constar nos mesmos se essa renda de capital está para ocorrer (MINSKY, 1992, p. 17).

Empresas que não possuem essa condição não podem ser consideradas viáveis financeiramente, pois teriam sua insolvência tida como certa e não teriam acesso a uma operação de empréstimo junto a qualquer instituição financeira.

A manutenção da viabilidade financeira de uma empresa ao longo do tempo dependerá da validação da sua dívida, a qual ocorre quando as obrigações de pagamentos são quitadas, e as expectativas de que as obrigações remanescentes serão cumpridas permanece válida (MINSKY, 1992, p. 27).

O principal determinante da validação das dívidas das empresas é o fluxo de dinheiro esperado ao longo do tempo, representado pela renda bruta de capital. Ao descontar da renda bruta de capital os impostos devidos, chega-se ao conceito de renda de capital, constituída pelos juros devidos e pelos lucros brutos, que pode ser entendida como uma espécie de lucro da empresa que, de acordo com o seu volume, determinará se os compromissos de pagamento assumidos no passado poderão ser quitados. Por isso, pode-se dizer, então, que os

... lucros são o ponto crítico numa economia capitalista porque eles são um fluxo de dinheiro que capacita os empresários a validarem dívidas e porque lucros previstos são o estímulo que induz o investimento corrente e futuro. São os lucros esperados que capacitam os empresários a contrair dívidas a fim de financiar o investimento e posições em ativos de capital... (MINSKY, 1992, p. 28).

A postura financeira adotada por uma empresa é determinada no momento em que é feita sua análise. No entanto, não há nenhuma garantia de que essa postura não se alterará ao longo do tempo. Mudanças na postura financeira de uma empresa podem derivar de decisões tomadas pela própria empresa, de mudanças nas condições do mercado, ou de flutuações na economia.

As políticas administrativas e financeiras adotadas pela empresa determinarão os rumos a serem seguidos no futuro. Novos investimentos que não trazem os resultados estimados inicialmente terão impacto no fluxo de renda de capital esperado. Ao mesmo tempo, a decisão de como esse novo projeto será financiado, ou mesmo, a decisão de como as atividades da empresa serão custeadas, determinarão o fluxo de compromissos de pagamentos.

Essas mudanças na renda bruta de capital esperada e nos compromissos de pagamentos também podem decorrer de situações que estão fora do controle da empresa, como é o caso de aumentos na taxa de juros de mercado que elevarão os custos dos financiamentos ou refinanciamentos, se for o caso, ou das flutuações econômicas decorrentes do grau de incerteza na economia.

Independentemente das causas das alterações na renda bruta de capital esperada ou nos compromissos de pagamento, o que deve ser observado é que a postura financeira das empresas não pode ser considerada de maneira estática. Essa postura pode se alterar a qualquer momento, de forma a aumentar ou diminuir a fragilidade financeira da empresa em questão. Essa análise pode ser estendida para a economia como um todo, o que permite criar uma escala de

... saúde-financeira/fragilidade-financeira que depende da composição 'hedge', especulativa e Ponzi dos financiamentos a pagar. À medida que decresce a proporção do financiamento do tipo 'hedge', a estrutura financeira caminha para a fragilidade (MINSKY, 1992, p. 17).

Pode-se concluir, então, que a fragilidade financeira de uma economia aumenta quando a renda de capital gerada pelas empresas se reduz. As chances de uma situação como essa acontecer aumentam em momentos de prosperidade econômica. Isso ocorre, principalmente, porque a busca por novas oportunidades pode viabilizar investimentos não tão produtivos que levarão a uma queda nos lucros da economia. Essa queda nos lucros, por sua vez, trará dificuldades para algumas empresas validarem suas dívidas, podendo fragilizar a estrutura financeira da economia e, por conseqüência, provocar flutuações no nível de investimento e de emprego.

A possibilidade de que as empresas encontrem dificuldades em validar suas dívidas demonstra que

... a fragilidade financeira é uma característica intrínseca a economias em que, devido à existência de mecanismos de crédito desenvolvidos (em especial de crédito bancário), é possível financiar posições de longo prazo através da administração de um fundo rotativo de passivos de curto prazo (STUDART, 1999, p. 161).

1.3 – A ABORDAGEM NOVO-KEYNESIANA

O foco das teorias novo-keynesianas está na análise de falhas de mercado que seriam a explicação para o fato de a economia poder se encontrar, no curto prazo, em uma posição de equilíbrio abaixo do pleno emprego. Essa escola apresenta uma análise microeconômica, que leva

em conta a presença dessas falhas de mercado para entender e explicar o comportamento da economia.

Uma das principais correntes da escola novo-keynesiana utiliza microfundamentos para explicar como as falhas existentes nos mercados de bens e de trabalho ocasionam os problemas de rigidez de preços e salários, respectivamente, que, por conseguinte, levam a desequilíbrios na economia. Contudo, existe uma outra corrente dentro desta escola que não considera a existência de rigidez de preços e salários a principal explicação para os desequilíbrios econômicos. Essa corrente é

... liderada por Joseph Stiglitz que tem destacado a importância da pesquisa seguir outro rumo: o estudo dos mecanismos de racionamento de crédito (falhas de informação, seleção adversa, fator moral...) e sua repercussão sobre o investimento e a demanda agregada... (SICSÚ, 2003, p. 149).

1.3.1 – A ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES E O RACIONAMENTO NOS MERCADOS

O conceito de mercado eficiente baseia-se na idéia de que este funciona de forma competitiva e é capaz de promover a alocação eficiente da poupança entre os investimentos com a maior rentabilidade esperada. Nessa linha de análise, o mercado “... *é eficiente quando todas as informações relevantes disponíveis para a tomada de decisões são veiculadas pelos preços dos ativos...*” (CARVALHO et al., 2003, p. 388). É exatamente esse conceito de mercado eficiente que não é aceito pelos economistas novo-keynesianos. Essa corrente, liderada por Stiglitz, defende que a presença de assimetrias de informações é uma característica marcante do mercado e exerce influência direta na oferta de crédito e na alocação da poupança em projetos de investimento, tornando-se um dos determinantes do nível deste último.

A assimetria de informações é caracterizada pelo desequilíbrio no nível de informações que as partes envolvidas em uma transação possuem a respeito do negócio a ser realizado. Para entender como a economia é influenciada por tais assimetrias, é preciso compreender como o comportamento dos agentes econômicos é afetado pela presença dessas falhas de mercado. Nesse modelo de análise, os agentes econômicos são avessos ao risco e tomam suas decisões com base em sua racionalidade. Dessa forma, a assimetria de informações afeta o comportamento dos

agentes porque pode significar um aumento dos riscos envolvidos nas operações (CANUTO; FERREIRA JR., 2003, p. 188).

A presença de assimetrias de informações pode ter como consequência uma intermediação ineficiente entre poupadores e investidores, seja essa intermediação feita pelo mercado de capitais ou pelo mercado bancário, o que, por sua vez, leva a uma oferta de crédito, ou de poupança, ao setor produtivo abaixo do nível potencial. Isto porque, o comportamento dos agentes econômicos, em especial das empresas investidoras e dos bancos, será influenciado.

Dois problemas fundamentais derivam da existência de assimetrias de informações e levam à existência de falhas no mercado acionário e no mercado de crédito bancário, são eles: o problema da seleção adversa, que surge antes da transação ser concretizada (*ex-ante*), e o problema do risco moral, que surge após a transação ser concretizada (*ex-post*). A maneira como esses problemas determinarão a existência de racionamento nos mercados será apresentada mais adiante.

Pressupõe-se que os agentes econômicos são avessos a riscos e seu comportamento é influenciado por mudanças em suas expectativas, as quais afetam sua percepção de risco por meio de dois tipos de incerteza: a primeira é a incerteza dos agentes acerca das consequências que suas decisões terão no futuro (incerteza instrumental), enquanto que a segunda é a incerteza dos agentes quanto ao valor que os vários ativos que compõem seu portfólio atingirão no futuro (incerteza ambiental).

A incerteza instrumental influencia a estratégia de ajuste a ser adotada pela empresa, ou pelo banco, como decorrência de mudanças na percepção de risco. Em uma situação como essa, é necessário decidir se tais ajustes ocorrerão nos preços ou nas quantidades praticadas. Ajustes nos preços geram maior incerteza sobre as consequências do ajustamento, visto que dependerão do comportamento de outros agentes do mercado, como é o caso dos consumidores e de empresas concorrentes. Daí a preferência por ajustes na quantidade (CANUTO; FERREIRA JR., 2003, p. 190).

Já a incerteza ambiental influencia as decisões dos agentes, principalmente aquelas relacionadas aos processos de produção e ao investimento, no caso de empresas, e as relacionadas

à concessão de empréstimos, no caso dos bancos, pois os riscos envolvidos nessas decisões não podem ser transferidos de maneira eficiente ou a custos aceitáveis para outros agentes. Essa impossibilidade de transferência plena dos riscos deve-se, principalmente, ao fato de que os mercados de ações, os mercados de seguros e os mercados futuros são imperfeitos ou incompletos, pois possuem falhas provocadas pelo desequilíbrio de informações entre os agentes (CANUTO; FERREIRA JR., 2003, p. 188).

A aceitação de que a presença de assimetria de informações é uma característica do ambiente econômico implica que os agentes possuem diferentes percepções de risco que são traduzidas para as empresas e bancos na forma de custos, ou como Stiglitz denomina, custos marginais de falência ou prêmio de risco (CANUTO; FERREIRA JR., 2003, p. 193). Esse custo marginal de falência só pode ser reduzido com um aumento do estoque de riqueza dos agentes. Contudo, devido à impossibilidade de compartilhamento dos riscos no mercado acionário, esse custo permanecerá sempre positivo e aumentará a cada novo investimento ou a cada incremento na produção.

A aversão ao risco de falência por parte dos agentes é o principal determinante e inter-relaciona os problemas de racionamento verificados no mercado de ações e no mercado de crédito. Isso porque, no mesmo momento em que decide realizar novos investimentos ou aumentos no nível de produção a empresa também deve escolher a forma de financiamento a ser utilizada (CANUTO; FERREIRA JR., 2003, p. 198).

As opções de financiamento dentre as quais a empresa deverá escolher são: o uso de recursos próprios (autofinanciamento), a emissão de ações, ou o endividamento. No autofinanciamento a empresa assume todo o risco envolvido em sua decisão, o que não acontece no financiamento por meio da emissão de novas ações, no qual os riscos são compartilhados com os novos acionistas. Entretanto, se a forma de financiamento escolhida for a emissão de dívida, o risco de falência da empresa tende a aumentar junto com o seu endividamento.

O financiamento por meio de emissão de ações, então, amenizaria, ou, pelo menos, contornaria o problema de aversão a riscos das empresas. Porém,

... apesar de ser mais vantajoso para as empresas se financiar por intermédio da emissão de novas ações, os riscos para o comprador das ações – que se

expressam em custos para as empresas emissoras – podem ser considerados elevados, em razão [...] [de] problemas provocados por assimetrias de informações (CANUTO; FERREIRA JR., 2003, p. 198-99).

Tais problemas provocados pela assimetria de informações e que levam ao racionamento nos mercados de ações são: a seleção adversa que dificulta a distinção entre empresas que apresentam maior ou menor risco de falência; e o risco moral que surge na relação entre o acionista (principal) e o administrador da empresa (agente) e envolve a necessidade de monitoramento do primeiro sobre o segundo, sendo que essa relação também é marcada por problemas de incentivos⁷.

Os problemas de racionamento nos mercados de ações tornam as empresas mais dependentes dos empréstimos e do autofinanciamento para realizar novos investimentos ou aumentos em seu nível de produção. Por sua vez, a principal consequência dessa dependência é um aumento dos riscos de falência percebidos pelas empresas e por seus administradores, cuja consequência última acaba sendo uma variação no nível de produção e de investimento da economia.

No caso do mercado de crédito, a presença de assimetrias de informações impede que a taxa de juros de mercado proporcione o equilíbrio entre demandantes e ofertantes de recursos financeiros. Assim como as outras empresas, o comportamento dos bancos será influenciado por mudanças na percepção de riscos e por variações no seu patrimônio líquido. Ou seja, mudanças na percepção de risco dos bancos exercem influência na política de empréstimos adotada por estes.

A presença de assimetrias de informações no mercado de crédito também leva aos problemas de seleção adversa e risco moral. O problema de seleção adversa impede que os bancos possam diferenciar os candidatos a empréstimos com baixo risco daqueles com alto risco de crédito, sendo que o uso do mecanismo de preços para equilibrar o mercado, via aumento na taxa de juros, por um lado afasta as empresas que possuem menores riscos, enquanto que por outro incentiva a tomada de empréstimos por empresas que apresentam projetos de maior risco (CANUTO; FERREIRA JR., 2003, p. 202). Por sua vez, o risco moral está relacionado com o

⁷ Para mais informações sobre o problema principal-agente e os problemas de incentivos, ver respectivamente, Hillbrecht (1999, pp. 91-95) e Greenwald e Stiglitz (1990).

problema do incentivo, pois a empresa tomadora, ao ter consciência de que não precisa dividir os seus lucros com o seu credor, tende a escolher projetos com maiores retornos esperados e, conseqüentemente, maiores riscos.

Os dois problemas - a seleção adversa, que está diretamente ligada com a incerteza instrumental, e o risco moral - impedem que a taxa de juros proporcione o equilíbrio entre oferta e demanda por fundos emprestáveis e levam os bancos a optar pelo racionamento de crédito. Conforme Stiglitz & Weiss, o racionamento de crédito ocorre quando

... for circumstances in which either (a) among loan applications who appear to be identical some receive a loan and others not, and the rejected applicants would not receive a loan even if they offered to pay a higher interest rate; or (b) there are identifiable groups of individuals in the population who, with a given supply of credit, are unable to obtain loans at any interest rate, even though with a larger supply of credit, they would... (STIGLITZ; WEISS, 1981, p. 394-95).

Dessa forma, o racionamento de crédito ocorre porque a taxa de juros não é capaz de proporcionar, simultaneamente, o equilíbrio entre a oferta e a demanda por fundos emprestáveis e a maximização do lucro dos bancos. Isso porque

The effect on the riskiness of loans may outweigh the direct gain to the bank from increasing its interest rate. Thus, the bank's profit may be maximized at an interest rate at which there is an excess demand for loanable funds (GREENWALD; STIGLITZ; WEISS, 1984, p. 3).

Ou nas palavras de Hermann,

... o argumento é de que o elenco de probabilidades (de sucesso dos projetos) com que o banco opera é negativamente afetado pelo aumento [...] [da taxa de juros], de modo que, diante de um quadro de excesso de demanda [...], o banco opta por racionar [...] [a oferta de crédito], em lugar de elevar a taxa de juros (HERMANN, 2003, p. 239).

Dessa forma, uma situação de racionamento de crédito ocorrerá sempre que a taxa praticada pelos bancos encontrar-se em um nível inferior à taxa de juros que equilibra a oferta e a demanda por empréstimos.

A taxa de juros praticada pelos bancos é aquela que maximiza seu retorno esperado, sendo que este é uma derivação do retorno esperado dos ativos que compõem seu portfólio, ou seja, o retorno esperado dos empréstimos. Por sua vez, o que determina o retorno esperado de

uma operação de empréstimo é a probabilidade de que esta venha a ser saldada quando do seu vencimento, sendo que tal probabilidade diminui conforme a taxa de juros é elevada. Assim, o risco assumido pelas empresas tomadoras de empréstimos, e não a taxa de juros cobrada, determinará os retornos esperados dos bancos.

O racionamento de crédito pode ser verificado para o conjunto das empresas tomadoras de recursos ou para grupos diferenciados por riscos de crédito. No primeiro caso, a diferença entre os riscos de falência das empresas é praticamente imperceptível, fazendo com que qualquer uma delas possa sofrer com o racionamento de crédito imposto pelos bancos.

Já no segundo caso, dadas as diferenças perceptíveis entre riscos de falência das empresas, os bancos podem classificá-las em grupos com maior ou menor retorno esperado e com menores e maiores riscos, respectivamente, no qual: grupos com menores riscos não sofreriam qualquer racionamento de crédito; grupos com os riscos maiores não teriam acesso ao financiamento; enquanto que o grupo, cujo retorno esperado dos empréstimos iguala-se àquele que maximiza o lucro dos bancos, sofrerá um racionamento de crédito, visto que apenas parte das empresas que compõem esse grupo e que são aparentemente idênticas, receberá o empréstimo bancário (STIGLITZ; WEISS, 1981, p. 406-07).

Além do racionamento de crédito puro, um outro mecanismo de defesa que pode ser utilizado pelos bancos com o objetivo de reduzir os riscos dos empréstimos é a exigência de garantias nas operações de créditos. *“As garantias têm o papel de atenuar o problema da incerteza quanto à solvência dos empréstimos, estabelecendo um lastro adicional para os [empréstimos]...”* (JACOB, 2003, p. 18). Dessa forma, não só a capacidade da empresa tomadora em honrar suas dívidas, como também a possibilidade desta oferecer garantias, determinará sua capacidade de obter crédito junto aos bancos.

As posições de equilíbrio da economia, principalmente no curto prazo, serão, então, afetadas pelo comportamento dos bancos, que são agentes racionais, avessos a riscos. Ou seja, a oferta de crédito criada pelos bancos e as condições impostas por estes terão influência direta na determinação do nível de investimento e, conseqüentemente, no nível de atividade da economia.

O comportamento dos bancos e os efeitos provocados na economia justificariam a adoção de políticas anticíclicas. Conforme Hermann,

... o equilíbrio com racionamento da demanda, como resultado da racionalidade dos bancos, explica a atuação do sistema bancário na criação endógena de restrição ao pleno emprego; esta atuação, por sua vez, justifica a conveniência da política monetária anticíclica... (HERMANN, 2003, p. 243).

A intervenção da autoridade monetária, por meio da adoção de políticas monetárias anticíclicas, seria recomendável em situações, ou em áreas, nas quais os bancos não estivessem dispostos a conceder o crédito demandado pelas empresas, devido, principalmente, a dificuldade encontrada por estes em avaliar os verdadeiros riscos envolvidos nos projetos. Conforme Stiglitz, a atuação da autoridade monetária poderia atenuar o problema do racionamento de crédito da seguinte forma:

“... in a rationing equilibrium, to the extent that monetary policy succeeds in shifting the supply of funds, it will affect the level of investment, not through the interest rate mechanism, but rather through the availability of credit” (STIGLITZ; WEISS, 1981, pp. 406-07).

1.4 – O DESENVOLVIMENTO DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

A problemática que envolve a questão do financiamento dos investimentos e das atividades das empresas, conforme apresentado anteriormente, vem sendo objeto de estudo de diversos autores, de diferentes correntes do pensamento econômico. Um dos principais objetivos desses economistas é compreender por que as empresas podem encontrar dificuldades para captar os recursos dos quais necessitam, apesar da variedade de opções de financiamento a sua disposição. Tradicionalmente, as alternativas de captação de recursos externos mais utilizadas pelas empresas são: tomada de crédito bancário, emissão de ações e a emissão de títulos de dívida no mercado de capitais. Além dessas, uma outra alternativa de captação de recursos tem se desenvolvido ao longo das últimas décadas e se colocado como uma opção para as empresas. Trata-se da securitização de recebíveis.

Com objetivo de buscar um maior embasamento das discussões a respeito da aplicabilidade da securitização de recebíveis como alternativa de financiamento para as empresas,

serão introduzidos nesta seção alguns conceitos e definições relacionados a essa estrutura de operação.

A palavra securitização tem origem no inglês *security*, que pode ser traduzido para o mercado brasileiro como valor mobiliário⁸ (VEDROSSI, 2002, p. 20). Pode-se entender, então, a securitização como sendo o processo de criação e emissão de valores mobiliários a serem negociados no mercado de capitais⁹.

As primeiras operações de securitização foram realizadas nos Estados Unidos da América (EUA), no início da década de 1970, um período marcado pela alta liquidez do mercado de capitais internacional, a qual o transformou em uma alternativa mais barata e eficiente de financiamento para empresas que necessitavam captar recursos externos (PENTAGONO RESEARCH, 2002, p. 2; UQBAR, 2004b).

A proliferação destas operações levou a um processo que ficou conhecido como desintermediação financeira, ou então, securitização de dívidas. Conforme Braga e Cintra (2004, p. 269), “... *muitos tomadores de recursos transferiram suas operações do mercado de crédito associado às instituições de depósito para a emissão direta nos mercados de títulos (securities)*”.

Esse processo de securitização envolve dois conceitos principais: a criação de liquidez, uma vez que os títulos emitidos no mercado de capitais são passíveis de negociação secundária, podendo, portanto, ser apreçados pelo mercado; e a transferência de riscos, visto que o risco de crédito das empresas demandantes de recursos deixaria de ser suportado pelos bancos e seria transferido para investidores do mercado.

⁸ De acordo com a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, com redação dada pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, são considerados valores mobiliários: i) as ações, debêntures e bônus de subscrição; ii) os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso i; iii) os certificados de depósito de valores mobiliários; iv) as cédulas de debêntures; v) as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; vi) as notas comerciais; vii) os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; viii) - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e ix) quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

⁹ Em outros mercados o termo utilizado para caracterizar uma operação similar a essa foi adaptado ao idioma local. Esse é o caso, por exemplo, do mercado espanhol que utiliza a palavra *titularizacion* para descrever operações desse tipo.

A criação de liquidez é alcançada quando os bancos “... transformam ativos não-líquidos em títulos negociados no mercado” (BRAGA; CINTRA, 2004, p. 270). Já a transferência de risco pode ser avaliada sob duas óticas: por um lado, os bancos deixam de correr o risco de crédito da empresa tomadora de recursos, conforme explicitado acima; enquanto por outro, os investidores, ao adquirirem um título de securitização no mercado, não correm o risco de crédito dos bancos. Então, o desenvolvimento da securitização decorreu tanto da vontade das empresas tomadoras de recursos que buscam condições mais favoráveis de financiamento, como também da busca dos agentes superavitários por alternativas de investimento financeiro que oferecem rendimentos mais atrativos e que estejam desvinculadas do risco dos bancos, ou nas palavras de Braga e Cintra:

A securitização é, portanto, o resultado de um duplo movimento: de um lado, os credores líquidos procuram evitar os passivos bancários, e de outro, os devedores buscam os mercados de capitais como alternativa mais barata de endividamento e capitalização (BRAGA; CINTRA, 2004, p. 270).

O desenvolvimento do mercado e o surgimento de novas ferramentas financeiras permitiram que esse processo de securitização não ficasse restrito ao mercado bancário. Não demorou muito para que empresas de outros setores da economia começassem a utilizar esse tipo de estrutura como uma alternativa de financiamento, securitizando suas carteiras de recebíveis. Novamente, esse processo teve início no mercado norte-americano, na segunda metade da década de 1980 (PENTAGONO RESEARCH, 2002, p. 2)¹⁰. A partir desse momento,

... o mercado de bonds presenciou a introdução de diversas operações estruturadas nas quais o risco de crédito da emissão não era mais baseado no risco de crédito do emissor, ou mais precisamente do “patrocinador” da emissão. (PENTAGONO RESEARCH, 2002, p. 2).

Quando uma empresa opta por realizar uma securitização de recebíveis, ela consegue criar liquidez para parte dos ativos que se encontravam imobilizados¹¹. Ao mesmo tempo, ela se torna

¹⁰ No mercado americano, os títulos oriundos de operações de securitização de recebíveis são denominados Asset-Backed Securities (ABS) e são emitidos por um veículo de securitização chamado Special Purpose Entity (SPE). Como o próprio nome diz, a SPE é uma entidade constituída com um propósito específico, que nesse caso é captar recursos no mercado de capitais por meio da emissão de valores mobiliários – ABS - com o objetivo de adquirir recebíveis que atendam a critérios de elegibilidade previamente estabelecidos (PENTAGONO RESEARCH, 2002, 2003).

¹¹ Os recebíveis, ou ativos, representam créditos a receber provenientes de operações de financiamento, ou venda de produtos ou serviços, que uma empresa possui “contra” seus clientes. Esses recebíveis estão registrados em uma conta de ativo do balanço patrimonial da empresa.

imune ao risco de crédito vinculado a estes ativos, visto que eles são retirados de seu balanço e vendidos a um veículo de securitização para servirem como lastro para os títulos que serão emitidos e vendidos para investidores do mercado de capitais.

A fusão dos dois conceitos apresentados anteriormente – criação de liquidez e transferência de risco - permite a adoção de uma definição mais apropriada para a securitização de recebíveis, a qual será utilizada ao longo do presente trabalho: *a securitização de recebíveis é um processo através do qual ativos relativamente homogêneos, originados por uma empresa, ou grupo de empresas, são “empacotados” na forma de títulos, transformando ativos relativamente ilíquidos em títulos negociáveis no mercado e transferindo os riscos associados a esses ativos para os investidores que compram os títulos.*

A securitização de recebíveis coloca-se, então, como uma alternativa de financiamento para as empresas que necessitam de recursos externos, na medida em que possibilita uma antecipação de receitas. Ao mesmo tempo em que esse financiamento é viabilizado, as empresa também transferem o risco de crédito associado à carteira de recebíveis securitizada. Dessa forma, os investidores que adquirem os títulos de securitização no mercado financiam as empresas que cederam os recebíveis sem, no entanto, estarem sujeitos ao risco de crédito destas. O risco de crédito assumido por esses investidores está relacionado aos ativos que compõem a carteira de recebíveis.

1.4.1 – A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS COM O USO DO FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

Em muitos países, a securitização de recebíveis já está consolidada há tempos e apresenta-se como uma alternativa real para as empresas que necessitam de recursos externos para se financiar. No Brasil, esta forma de financiamento já é utilizada há mais de uma década, porém, foi com a criação do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC, em 2001, que esse tipo de operação passou a apresentar um forte crescimento e a fazer parte do leque de alternativas à disposição de um número maior de empresas, o que vem lhe garantindo um papel de destaque no mercado de capitais brasileiro. O uso da securitização de recebíveis permite que a empresa

levante recursos externos sem adquirir novos sócios ou aumentar seu endividamento, pois consiste, basicamente, na antecipação de receitas a serem geradas na sua própria atividade.

Um FIDC, quando de sua constituição, estabelece as condições sob as quais os recebíveis serão cedidos pelas empresas ao fundo, o que representa uma vantagem sobre outras alternativas de *finance* e *funding*, visto que o fato de as condições sob as quais serão realizados os novos financiamentos – a cessão de novos recebíveis - já serem conhecidas pelas empresas pode amenizar o problema da fragilidade financeira destas. Isso porque o desconhecimento por parte das empresas tomadoras a respeito das condições sob as quais os financiamentos serão ofertados, ou até mesmo da disponibilidade desses recursos, é um dos principais determinantes de sua fragilidade financeira. Outro elemento que influencia na fragilidade financeira da empresa é a incerteza sobre o fluxo futuro de recursos, conforme destacou Almeida:

... a preocupação sobre o risco não se dará sobre a capacidade de sucesso do negócio da empresa tomadora, mas sobre o comportamento dos recebíveis que compõem o fluxo do fundo e servirá de garantia às cotas emitidas aos investidores. Assim, a incerteza sobre a geração de fluxos futuros de caixa pela empresa tomadora deixará de ser uma variável de fragilidade financeira como argumentou Minsky... (ALMEIDA, 2005, p. 28).

Em situações nas quais uma empresa financia posições de longo prazo com sucessivos refinanciamentos de curto prazo, que são típicas das economias contemporâneas, a possibilidade de a empresa ser atingida por um racionamento de crédito está presente a cada renegociação, o que pode reduzir a sua disposição em realizar novos projetos de investimento. O FIDC, de acordo com sua estrutura, oferece à empresa a possibilidade de evitar esse tipo de problema, já que pode assegurar a oferta de recursos de curto prazo sucessivamente, durante longos períodos.

Um dos determinantes do acesso das empresas ao crédito bancário é a possibilidade de inclusão de colaterais nos contratos de financiamento, sendo que dentre os ativos mais utilizados para atender esse tipo de exigência estão os recebíveis de propriedade da empresa. Esse procedimento é comumente chamado de desconto de duplicata. O desconto dessas duplicatas, ou seja, a venda desses recebíveis pode ser mais vantajosa, em termos de custos e de prazos, quando realizada junto a um FIDC, em comparação à tomada de um empréstimo bancário.

A estrutura sobre a qual é montado um FIDC que conta com a participação de diferentes instituições que acompanham e monitoram as atividades do fundo, associada ao fato de que a política de investimento, que dita o caminho a ser seguido por seu Administrador, estar previamente estabelecida em seu Regulamento, amenizam as chances de ocorrência de problemas de incentivo e monitoramento que marcam a relação agente-principal. Esse fato, tende a estimular a participação de um número maior de investidores (agente) e, conseqüentemente, reduzir os custos de captação.

A captação de recursos por meio da cessão de direitos creditórios para um FIDC permite que a empresa se financie sem a necessidade de contração de novas dívidas. O nível de endividamento é um dos determinantes do risco de falência de uma empresa, de forma que, por não onerar o seu passivo, a securitização de recebíveis não deve afetar a capacidade desta empresa em conseguir novos empréstimos bancários.

Nos próximos capítulos, essas e outras características dos FIDC serão melhor detalhadas, assim como serão apresentados e analisados os números desse mercado.

II – O FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO

O objetivo principal desse segundo capítulo é apresentar e detalhar de que forma a securitização de recebíveis, com uso do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, surge como uma alternativa de financiamento para as empresas, podendo, inclusive, oferecer vantagens quando comparadas com formas de financiamento tradicionais, em especial a tomada de empréstimos. Além disso, essa estrutura de operação também pode se mostrar vantajosa para os agentes superavitários que investem na aquisição de títulos de securitização, viabilizando, assim, uma alternativa de financiamento para as empresas via mercado de capitais.

Por se tratar de uma forma de financiamento relativamente nova no mercado brasileiro, faz-se necessária uma apresentação mais detalhada da estrutura de uma operação de securitização de recebíveis e, também, do FIDC como veículo de securitização. Para isso, será necessário recorrer a manuais, sites de Internet, legislação, reportagens, entre outras fontes, dada a escassez de literatura sobre o tema.

Com esse objetivo, será apresentada, inicialmente, a estrutura de uma operação de securitização de recebíveis, de forma a detalhar as principais características, vantagens e desvantagens relacionadas a esta. Em seguida, a análise volta-se para o desenvolvimento desse mercado no Brasil, cujas primeiras operações datam do início na década de 1990. A partir daí, o objeto de análise deixa de ser a securitização de recebíveis de forma geral e passa a ser um instrumento específico utilizado em operações desse tipo, o FIDC, criado em 2001 como fruto do processo evolutivo dessas operações no mercado brasileiro.

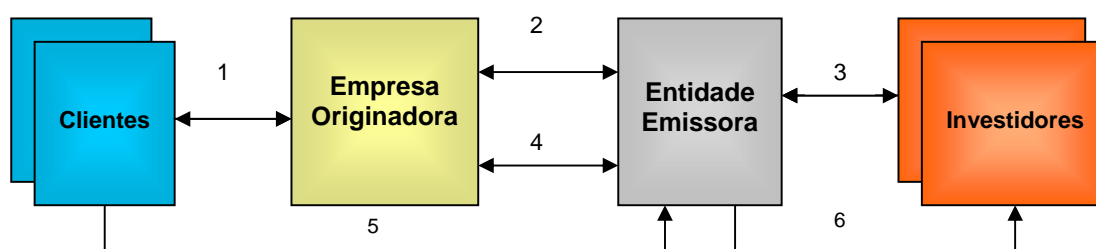
2.1 – A ESTRUTURA DE UMA OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

Como visto no capítulo anterior, as operações de securitização de recebíveis vêm passando por um longo processo de aprimoramento, fato que está relacionado com o desenvolvimento técnico verificado nesse período e também com a flexibilidade oferecida por essa alternativa de financiamento, flexibilidade esta que pode ser considerada uma de suas principais vantagens. Várias são as possibilidades de estruturação, de forma que a operação seja

moldada da maneira mais adequada às reais necessidades da empresa. Mesmo com essa constante evolução e com a flexibilidade oferecida, a definição apresentada anteriormente pode ser aplicada à grande maioria das operações, pois essas objetivam e possibilitam a criação de liquidez para os recebíveis registrados no balanço da empresa e o isolamento de risco da carteira de crédito, em relação ao risco de crédito da empresa que originou estes créditos.

Na prática, qualquer empresa que, por conta do seu ramo atividade e da política de relacionamento estabelecida com seus clientes, tenha como característica do seu negócio a geração de fluxos de recebíveis, pode considerar a securitização destes como alternativa de financiamento. Esses fluxos podem ter origem em negócios já realizados entre a empresa e seus clientes, nesse caso, já registrados em seu Balanço Patrimonial, ou em negócios futuros. Essa segunda possibilidade será melhor explorada mais à frente.

FIGURA 2.1 – ESTRUTURA SIMPLIFICADA DE UMA OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS



Fonte: Elaborado pelo autor.

De uma forma simplificada, uma operação de securitização de recebíveis conta com a participação de quatro atores principais: a Empresa Originadora¹² que gera direitos creditórios por meio de vendas ou de prestação de serviços a serem pagos a prazo; os Clientes que adquirem os bens ou serviços oferecidos pela Empresa Originadora, assumindo um compromisso de pagamento futuro; a Entidade Emissora que adquire os direitos creditórios da Empresa Originadora, utilizando para isso recursos captados com a emissão de títulos no mercado de

¹² Em algumas situações a empresa que está se financiando não é a mesma que originou os recebíveis, porém, possui os direitos de crédito. Neste caso, a empresa assume o papel de Empresa Cedente dos créditos e não de Empresa Originadora. Com o objetivo de facilitar a compreensão, a empresa que está se financiando será sempre chamada de Empresa Originadora.

capitais; e os Investidores que são aqueles que compram os títulos emitidos pela Entidade Emissora. A Figura 1 ilustra, de forma simplificada, uma operação desse tipo.

As características de uma operação de securitização serão definidas com um maior nível de precisão e detalhamento mais adiante, quando da apresentação do FIDC. Por hora, a estrutura representada na Figura 1, apesar de tratar-se de uma simplificação, permite uma primeira visualização do processo de securitização, mostrando, passo a passo, de que forma esses atores se relacionam em cada uma das etapas percorridas durante o processo.

De acordo com essa figura, as etapas do processo de securitização de recebíveis são:

- 1 A Empresa Originadora realiza a venda de determinado bem, ou presta um determinado serviço para seus Clientes, sendo que a contrapartida financeira será paga a prazo, ou seja, a Empresa Originadora passa a deter um direito de crédito contra seus Clientes (recebíveis);
- 2 A Empresa Originadora firma um contrato de cessão dos recebíveis com a Entidade Emissora, que pode ser representada por uma SPE, por um FIDC, ou por outro veículo de securitização;
- 3 A Entidade Emissora emite valores mobiliários (ABS), lastreados nos recebíveis, os quais serão adquiridos por Investidores do mercado de capitais;
- 4 A Empresa Originadora realiza a venda definitiva dos recebíveis para a Entidade Emissora, que aplica uma taxa de desconto sobre seu valor de face. Nesse momento, a Entidade Emissora passa a ser a nova credora das obrigações assumidas pelos Clientes;
- 5 Quando do vencimento dos compromissos de pagamento assumidos pelos Clientes, estes serão feitos diretamente para a Entidade Emissora; e
- 6 A Entidade Emissora repassa para os Investidores os recursos oriundos dos pagamentos feitos pelos Clientes, na forma de rendimentos, amortizações ou resgate dos valores mobiliários.

Como já explicitado, a estrutura apresentada na Figura 1 traz uma primeira aproximação do que é uma operação de securitização de recebíveis. É claro que por trás de cada uma dessas etapas existe uma complexa rede de relações envolvendo outras instituições que, de certa forma, atuam como coadjuvantes nesse processo e não puderam ser visualizadas nessa ilustração. Além disso, estão sendo omitidas outras etapas percorridas antes da operação acontecer, ou seja, durante o processo de estruturação, e também etapas adicionais que surgem a partir da inclusão de outros atores. De qualquer forma, o objetivo dessa primeira apresentação é possibilitar a visualização de como a Empresa Originadora consegue se financiar por meio da securitização de recebíveis.

O financiamento se concretiza por meio de uma antecipação de recursos para a Empresa Originadora no momento em que é criada liquidez para a carteira de recebíveis detida por esta. Ou seja, os ativos que inicialmente estavam registrados no Balanço Patrimonial da empresa, na conta “Clientes a Receber” são transferidos para a Entidade Emissora, de forma que a contrapartida financeira desta transferência será contabilizada na conta “Banco” e/ou “Caixa”. Decorrem dessa transformação as primeiras vantagens oferecidas por essa forma de financiamento. Primeiramente, viabiliza a captação de recursos externos sem piorar as condições do Passivo da empresa, ou seja, sem aumentar o seu nível de endividamento. Em segundo lugar, melhora a qualidade do Ativo de duas maneiras: aumenta o volume de recursos disponíveis em seu Caixa e elimina risco de crédito, transferindo-o para os Investidores que adquiriram os valores mobiliários emitidos pela Entidade Emissora no mercado de capitais (MOODY’S INVESTOR SERVICES, 2003, p. 3-4; UQBAR, 2004b, p. 2).

A operação apresentada na Figura 1 é uma securitização de recebíveis “clássica”, na qual a Empresa Originadora faz a cessão de recebíveis originados em contratos firmados entre esta e seus Clientes, sendo que a entrega dos bens referentes às vendas, ou a prestação dos serviços contratados, já foi realizada. Em uma operação como esta se diz que os recebíveis a serem cedidos são performados.

Também é possível a securitização de recebíveis oriundos de vendas ainda não realizadas, ou de vendas já contratadas, mas sem que a entrega dos bens aos Clientes tenha ocorrido. Da mesma forma, os recebíveis podem ser originados em serviços ainda não contratados, ou então, em serviços já contratados, mas que ainda não tenham sido realizados. Neste caso, tem-se uma

securitização de recebíveis não performados. Na Figura 1, uma operação com essas características poderia ser visualizada quando a aquisição de um fluxo de recebíveis pela Entidade Emissora ocorre antes que a Empresa Originadora realize a venda dos bens ou a prestação de serviços. Ou seja, a etapa 1 ocorreria apenas após a etapa 4.

As operações de securitização de recebíveis não performados também são conhecidas como securitização de fluxo futuro. Operações estruturadas nesses moldes podem ser utilizadas para financiar projetos de investimento, visto que permitem que a empresa investidora securitize o fluxo de receitas esperado para o novo projeto que está em desenvolvimento, ou ainda podem ser utilizadas como fonte de recursos para capital de giro da empresa.

Outra característica de uma operação de securitização de recebíveis é que os prazos dos recebíveis securitizados e dos valores mobiliários emitidos no mercado de capitais não precisam ser necessariamente iguais. O que acontece muitas vezes é que o prazo dos títulos emitidos pela Entidade Emissora e, conseqüentemente, o prazo da operação como um todo é maior que o prazo dos créditos cedidos pela Empresa Originadora. Dessa forma, essa última passa a ter a sua disposição uma espécie de linha de crédito que pode ser continuamente acessada por meio da cessão de novos recebíveis. Na Figura 1 uma operação desse tipo, também conhecida como securitização de carteiras de recebíveis revolventes, seria representada pela sucessiva repetição das etapas 4 e 5, na qual, na medida em que os Clientes pagassem seus compromissos, a Entidade Emissora teria a sua disposição recursos para realizar a aquisição de novos recebíveis junto à Empresa Originadora, colocando a securitização de recebíveis como uma alternativa de *finance e funding*. O funcionamento é similar ao de uma linha de crédito bancária, porém, as condições impostas à empresa nos novos refinanciamentos já estão previamente definidas, desde a montagem da operação, de forma a evitar problemas de racionamento de crédito e reduzir a sua fragilidade financeira, visto que a incerteza quanto aos refinanciamentos futuros será reduzida.

A motivação de uma empresa em captar recursos externos é a sua necessidade de caixa para fazer frente a compromissos financeiros relacionados a custos de produção, investimentos, ou a outras despesas assumidas pela empresa. A alternativa de financiamento a ser escolhida pela empresa será aquela que se mostrar mais vantajosa, principalmente no que diz respeito aos prazos, aos custos de captação e aos impactos na atividade da empresa e no seu relacionamento

com credores e acionistas. A flexibilidade oferecida pela securitização de recebíveis permite que a operação seja moldada de forma a adequá-la às necessidades da empresa.

Muitas empresas possuem uma linha de crédito pré-aprovada para desconto de recebíveis¹³ em algum banco, de forma a operacionalizar a antecipação de fluxo de receitas. Porém, na maioria dos casos, os termos desses financiamentos são pactuados a cada nova operação, de acordo com a política de crédito do banco. Nesse tipo de operação, o grande temor das empresas é que essa dependência e submissão em relação aos bancos possam sujeitá-las ao problema de racionamento de crédito.

O financiamento por meio da securitização de recebíveis pode apresentar-se como uma alternativa de financiamento mais vantajosa para a empresa, oferecendo uma defesa contra o problema de racionamento de crédito. Além de possibilitar o acesso imediato ao caixa, essa opção oferece para a empresa a possibilidade de diversificação das suas fontes de financiamento, ampliando a gama de alternativas de captação a sua disposição. Dessa forma, a chance de que a companhia sofra com o problema do racionamento de crédito é reduzida. Além disso, o mercado de títulos lastreados em recebíveis tende a ser menos suscetível às variações, quando comparado ao mercado de crédito bancário.

O problema de assimetrias de informações que leva ao racionamento dos mercados possui uma influência menor nas operações de securitização de recebíveis. A explicação para isso está nas próprias características dessas operações. Primeiramente, em operações desse tipo o comportamento a ser adotado pela Entidade Emissora, no que diz respeito à aquisição de recebíveis, é definido quando de sua constituição e só pode ser alterado com a anuência dos Investidores. Em segundo lugar, estão presentes nessas operações instituições independentes¹⁴ que monitoram a atividade da Entidade Emissora, de forma a certificar que a política de investimento previamente estabelecida está sendo seguida, ou seja, que apenas os recebíveis que atendam aos critérios estabelecidos sejam adquiridos pela Entidade Emissora. Isto reduz as chances de ocorrência dos problemas de seleção adversa e de risco moral que caracterizam a

¹³ Os recebíveis utilizados com mais frequência nesse tipo de linha de financiamento são os cheques pré-datados e as duplicatas.

¹⁴ As instituições participantes de uma operação de securitização de recebíveis e encarregadas de exercer a função de monitoração serão apresentadas mais adiante, bem como uma descrição das funções desempenhadas por cada uma delas.

relação entre ofertantes e demandantes de recursos, neste caso, representados pelos Investidores (principal) e pela Entidade Emissora (agente), que indiretamente financia a empresa demandante de recursos, a Empresa Originadora. Além disso, o custo de monitoração por parte do Investidor é reduzido, visto que existem entidades externas e independentes encarregadas da monitoração permanente da operação. Como consequência, problemas de racionamento tendem a ser menos frequentes no mercado de títulos lastreados em recebíveis, mesmo em momentos de mudança no cenário econômico.

As operações de securitização também podem representar uma alternativa de financiamento menos custosa para as empresas, de acordo com as classificações de risco da Empresa Originadora e da carteira de recebíveis, e também com a estrutura da operação. Se a classificação de risco dos valores mobiliários emitidos pela Entidade Emissora for melhor que a classificação de risco dos títulos de dívida emitidos pela Empresa Originadora, a primeira opção de captação será menos custosa para a companhia.

Um dos principais determinantes da competitividade de uma empresa é o seu custo de capital, ou seja, o retorno a ser pago pela empresa aos investidores que adquirirem seus títulos, ou aos bancos que lhe concedem empréstimos. O mercado de capitais normalmente oferece alternativas de financiamento menos custosas para as empresas e em condições mais favoráveis, principalmente no que diz respeito aos prazos dos financiamentos. Porém, tradicionalmente, apenas empresas de grande porte estão habilitadas para emitir valores mobiliários nesse mercado, e mesmo para essas, é a sua situação financeira que determina a capacidade de captação desses recursos a custos competitivos.

A securitização de recebíveis pode ser a solução para as empresas que não possuem os pré-requisitos para terem acesso ao mercado de capitais. Pode representar uma maneira para que empresas menores ou que estejam em uma situação financeira relativamente ruim consigam captar recursos neste mercado. Como a situação financeira da Empresa Originadora não é relevante, já que é o risco de crédito da carteira de recebíveis que importa¹⁵, é possível que mesmo empresas sem robustez financeira possam captar recursos dessa forma. Além disso,

¹⁵ Nas operações de securitização de recebíveis não performados, o risco de performance da empresa originadora será um dos componentes do risco da operação de securitização. Mais detalhes desse tipo de operação serão apresentados adiante.

empresas menores que não teriam condições de acessar diretamente o mercado de capitais, por meio da emissão de títulos de dívida ou de ações, também podem se beneficiar, realizando a cessão de seus recebíveis individualmente, ou estruturando operações de securitização em conjunto com outras empresas que atuem no mesmo segmento.

Além de possibilitar a captação de recursos a um custo mais competitivo, a securitização de recebíveis, dada a flexibilidade no processo de estruturação, também permite adequar os prazos da operação ao fluxo de receitas esperado pela empresa. Dessa forma, a captação de recursos por meio desse instrumento oferece para as empresas uma alternativa de *finance* e, principalmente, de *funding*, já que possibilita a consolidação entre os prazos do fluxo de receitas esperadas pela empresa e do financiamento.

Por não provocar o descasamento de prazos entre o fluxo primário de receitas e as obrigações financeiras da Empresa Originadora, a securitização de recebíveis é capaz de diminuir sua exposição às variações na taxa de juros, afastando, também, problemas de liquidez que poderiam afetá-la. Também elimina incertezas relacionadas ao fluxo de receitas, uma vez que antecipa esses recursos para a empresa. Essa forma de financiamento, então, não provocaria aumentos da fragilidade financeira das empresas, podendo até diminuí-la, e em situações adversas da economia, os impactos sofridos, principalmente no que diz respeito às condições de financiamento, seriam reduzidos quando comparados ao financiamento por meio da emissão de dívida.

A transferência de risco da carteira de recebíveis para os Investidores também é benéfica para a empresa, visto que além de garantir suas receitas, promove uma antecipação desta. No que diz respeito à transferência de risco, essa pode ser total ou parcial, sendo que no segundo caso a Empresa Originadora permanece arcando com eventuais inadimplências¹⁶.

Acima, foram apresentadas as vantagens proporcionadas para as Empresas Originadoras quando a forma de captação de recursos externos escolhida é a securitização de recebíveis.

¹⁶ Duas formas de a Empresa Originadora permanecer com os riscos de crédito da carteira de recebíveis securitizada são: a subscrição de títulos subordinados, que absorvem a inadimplência da carteira; e o direito de regresso de ativos inadimplidos. Essas características da operação conhecidas como reforços de crédito serão detalhadas quando da descrição do FIDC mais à frente.

Porém, em algumas situações, essa escolha pode trazer algumas implicações negativas para a empresa.

Um dos pontos-chave de uma operação de securitização de recebíveis é a transferência de risco de crédito para os Investidores. O problema é que, em boa parte das operações, isso não acontece. Em situações como essa a Empresa Originadora continua exposta ao risco de crédito da carteira de recebíveis cedida para a Entidade Emissora. A princípio não haveria problemas porque esse risco, até então, já era assumido pela empresa, mas em algumas situações esse quadro pode se tornar prejudicial para os seus credores (MOODY'S INVESTOR SERVICES; 2003, p. 7).

O risco de crédito da carteira de recebíveis securitizada pode permanecer com a Empresa Originadora em duas situações: na primeira a empresa adquire a totalidade ou a maior parte dos títulos subordinados, ou seja, dos títulos que primeiro serão atingidos por eventuais inadimplências da carteira; na segunda situação a operação é estruturada de tal forma que a Entidade Emissora possui o direito de substituir, junto à Empresa Originadora, os recebíveis inadimplidos, sendo mantida uma coobrigação desta última com a quitação dos recebíveis. Nessas duas situações o risco de crédito ao qual os Investidores estariam expostos é praticamente eliminado, porém, o fluxo primário de recursos da Empresa Originadora será afetado, de forma a provocar um possível comprometimento da capacidade desta empresa em honrar compromissos financeiros com seus credores. A incerteza relacionada ao fluxo de receitas da empresa não seria eliminada em operações com essas características, não permitindo a mitigação de dos determinantes da fragilidade financeira das empresas.

Outra situação que produzirá um efeito muito parecido com o apresentado no parágrafo anterior acontece quando todos os créditos de melhor qualidade são securitizados pela Empresa Originadora, restando apenas os créditos de qualidade duvidosa ou inferior. Neste caso a situação financeira da empresa poderia se deteriorar, prejudicando não apenas suas atividades, como também sua capacidade de liquidar dívidas com credores.

Em operações nas quais o risco de crédito não é transferido, o que determinará de que forma a situação financeira da Empresa Originadora será afetada é a destinação dada aos recursos captados. Se os recursos forem empregados em aplicações financeiras com risco de crédito

melhor que o da carteira de crédito securitizada, a situação financeira da Empresa Originadora e de seus credores não se alterará. Quando esses recursos são utilizados para abater dívidas, os credores que forem pagos serão beneficiados, contudo, os credores remanescentes podem vir a ser prejudicados por uma redução do fluxo primário de dinheiro da empresa devedora. Por fim, se os recursos servirem para que a empresa origine novos recebíveis, sua situação financeira pode ser afetada negativamente, mais uma vez, devido ao fato de que eventuais perdas verificadas nos ativos securitizados serão compensadas pelos créditos que permaneceram em poder da companhia (MOODY'S INVESTOR SERVICES; 2003, p. 7-8).

Portanto, em oposição ao que foi dito anteriormente, em algumas situações específicas a securitização de recebíveis pode vir a ser prejudicial à solvência da Empresa Originadora, de forma a representar um aumento de sua fragilidade financeira e de seu risco de falência. De qualquer maneira, a possibilidade de que situações como estas ocorram deve ser bem avaliada quando da estruturação da operação, de forma que a empresa e seus credores não sejam prejudicados.

A seguir, a securitização de recebíveis será comparada com operações realizadas com *factorings* e, também, operações de desconto de duplicadas, para então ser apresentado o desenvolvimento das operações de securitização de recebíveis no mercado brasileiro que culminou na criação dos FIDC.

2.2 – A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS EM COMPARAÇÃO COM OPERAÇÕES TRADICIONAIS

A securitização de recebíveis possui algumas semelhanças com operações tradicionais do mercado financeiro, nas quais uma Empresa Originadora qualquer consegue antecipar receitas por meio da cessão de recebíveis que estão registrados em seu Balanço Patrimonial, sendo possível, também, a transferência do risco de crédito desses recebíveis. Esse é o caso das operações realizadas por instituições de fomento mercantil, conhecidas como *factorings*, e do desconto de duplicata em um banco.

Essas duas modalidades possuem uma lógica muito parecida com a securitização de recebíveis: a cessão de ativos com o objetivo de captação de recursos. Contudo, existe uma

diferença fundamental que permite atribuir à securitização de recebíveis o caráter de inovação financeira. Essa diferença reside no fato de o financiamento ocorrer via mercado de capitais. Ao realizar uma operação nesse mercado, a empresa passa a ter acesso a um número maior de agentes superavitários do mercado – os Investidores – que estão em busca de oportunidades de investimento financeiro. Dessa forma, a empresa, teoricamente, teria acesso a recursos mais baratos, ou seja, pagaria uma taxa de juros menor do que aquela cobrada no sistema bancário, e com prazos mais longos de vencimento.

Em uma operação de *factoring*, a empresa que necessita de recursos externos – Empresa Originadora - realiza a cessão dos recebíveis para uma instituição de fomento mercantil. Essa cessão deve ser definitiva, não sendo permitida a existência de qualquer tipo de coobrigação, ou direito de regresso dos recebíveis contra a Empresa Originadora. Isso significa dizer que a *factoring* assume o risco de crédito dos clientes devedores (ALMEIDA, 2005, p. 39).

Esse processo possui semelhanças com a securitização de recebíveis, pois a empresa consegue se financiar por meio da antecipação de recursos e, ao mesmo tempo, transferir o risco de crédito associado aos ativos que foram cedidos. Outra semelhança está no fato de que existe uma segregação do risco de crédito da Empresa Originadora e da carteira de recebíveis. Por outro lado, existem aspectos que diferenciam as operações de *factoring* de uma securitização de recebíveis.

A primeira grande diferença é que os ativos que foram cedidos não se tornam valores mobiliários transacionáveis no mercado de capitais. A implicação disso é que como não há um mercado secundário para negociação desses ativos, no qual a *factoring* poderia transacioná-los com terceiros, o custo de captação, provavelmente será mais elevado. A outra diferença é que não há flexibilidade nessas operações, não sendo permitido nenhuma coobrigação ou direito de regresso dos ativos inadimplentes contra a Empresa Originadora.

Na securitização, é possível se pactuar eventual responsabilidade da cedente pelo pagamento dos recebíveis, ao passo que, no *factoring* a proibição do direito de regresso é aspecto essencial do contrato, não podendo ser pactuada disposição contrária, sob pena de caracterização de prática de atividade privativa de instituição financeira. (GAGGINI, 2003 apud. ALMEIDA, 2005, p. 39).

As operações de desconto de duplicatas, por sua vez, também permitem à Empresa Originadora financiar-se por meio da antecipação de recursos com o desconto de recebíveis em um banco. Contudo, a diferença dessa modalidade de financiamento, em comparação com a securitização de recebíveis e as operações de *factoring*, está na coobrigação que é necessariamente assumida pela empresa em casos de inadimplência. Ou seja, o direito de regresso dos recebíveis é uma característica dessa modalidade de operação.

Por conta dessa coobrigação assumida pela Empresa Originadora, é o risco de crédito desta que terá um peso maior na operação. Como já apresentado, algo diferente ocorre nas operações de securitização de recebíveis, visto que a existência de coobrigação é opcional, o que permite uma segregação entre os riscos da Empresa Originadora e da carteira de recebíveis – nesta comparação, duplicatas – sendo atribuído a esta última, maior peso no momento da análise de crédito. As operações de desconto de duplicatas, da mesma forma que as operações de *factoring*, também são caracterizadas pela concentração do risco em uma única instituição, neste caso, o banco, o que terá reflexos no custo de captação das empresas.

É possível dizer, então, que o caráter de inovação financeira da securitização de recebíveis frente às operações de *factoring* e de desconto de duplicatas, reside no fato de que os ativos que foram cedidos transformam-se em títulos passíveis de negociação no mercado secundário. Com isso, os recursos demandados pela empresa poderão ser levantados junto a um número maior de agentes superavitários do mercado, os Investidores, de forma a pulverizar o risco envolvido na operação e reduzir o custo de captação. Além disso, a estrutura de uma operação de securitização de recebíveis também é mais flexível que a dessas outras alternativas.

2.3 – A EVOLUÇÃO DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS NO MERCADO BRASILEIRO

Houve uma defasagem de aproximadamente vinte anos entre a realização das primeiras operações de securitização no mercado norte-americano e as primeiras operações desse tipo realizadas por empresas brasileiras. O processo de desenvolvimento dessas operações no Brasil pode ser dividido em três etapas, com características próprias que as distinguem umas das outras.

Na primeira etapa desse processo, que ocorreu no início dos anos de 1990, as primeiras operações de securitização de recebíveis foram realizadas por empresas brasileiras no mercado internacional. Nessa época, o Brasil, assim como outros países em desenvolvimento, renegociava sua dívida com credores externos, de forma que os mercados internacionais mostravam-se pouco receptivos às novas emissões realizadas por empresas originárias desses países. Porém, algumas empresas que buscavam financiamento de longo prazo a custos aceitáveis conseguiram acessar esses mercados por meio de operações de securitização de recebíveis (PENTAGONO RESEARCH, 2006, p. 2; UQBAR, 2004b, p. 3).

As empresas que realizaram essas operações, dado seu ramo de atividade, possuíam direitos de crédito originados fora do país, ou seja, parte de suas receitas era derivada de vendas de produtos ou prestação de serviços para clientes residentes em outros países. Essa situação especial, aliada ao fato de que a Entidade Emissora – uma SPE - também era constituída fora do país, acabava com a necessidade de os recursos provenientes da carteira de recebíveis ingressarem no Brasil, o que era um dos principais temores dos investidores internacionais.

O risco envolvido no ingresso dos recursos no Brasil estava relacionado com a possibilidade de que o governo impusesse algum tipo de controle cambial que impedisse a remessa de recursos a outros países para quitar os títulos emitidos no mercado internacional. Eliminado o risco de congelamento das remessas de recursos para o exterior, e estando o risco da operação segregado do risco de crédito da Empresa Originadora, um número maior de investidores internacionais passou a se interessar por estas operações, de forma a baixar os custos de captação. Uma outra peculiaridade verificada nessas operações é o fato de que os direitos creditórios que serviram de lastro não eram performados, de forma que ainda não estavam registrados nos balanços das Empresas Originadoras¹⁷.

A segunda etapa é caracterizada pela ocorrência das primeiras operações de securitização de recebíveis realizadas no mercado doméstico e data de meados da década de 1990¹⁸. Essas operações tinham como principal característica, mais uma vez, a constituição de uma SPE que

¹⁷ A primeira empresa brasileira a realizar uma operação desse tipo foi a Embratel que securitizou o fluxo futuro de créditos que viria a deter contra a empresa norte-americana AT&T (UQBAR, 2004b, p. 3).

¹⁸ A primeira operação de securitização de recebíveis realizada no mercado doméstico foi a da Mesbla Trust, que securitizou parte da carteira de crédito detida pela Mesbla S.A. Essa operação ocorreu em 1994 (UQBAR, 2004b, p. 3).

atuava como veículo de securitização e emitia publicamente valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro, na maior parte das vezes títulos de dívida representados por debêntures, e aplicava os recursos captados na aquisição de direitos creditórios gerados pela Empresa Originadora (PENTAGONO RESEARCH, 2006, p.1; UQBAR, 2004b, p. 3-4). Contudo, a falta de uma regulamentação específica que atribuísse aspectos societários¹⁹ e tributários diferenciados para essas entidades inibiu o desenvolvimento desse tipo de operação estruturada.

O tratamento tributário aplicado à SPE é similar ao de uma sociedade anônima comum. Isso implica a incidência de vários tributos e contribuições que levam a um encarecimento da operação como um todo. Dentre estes estão: o Programa de Integração Social - PIS, a Contribuição para a Seguridade Social – COFINS, o Imposto de Renda de Pessoa Jurídica – IRPJ, a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSSL e a Contribuição Permanente sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos de Natureza Financeira – CPMF (PENTAGONO RESEARCH, 2003, p. 4; UQBAR, 2004a, p. 5).

Os custos tributários aplicados à SPE, associados à necessidade de constituição de uma *Trust offshore*, além dos outros custos envolvidos na operação como, por exemplo, a contratação de uma instituição financeira responsável pela distribuição pública dos valores mobiliários e a contratação de um agente fiduciário²⁰, no caso de o valor mobiliário utilizado para captar os recursos ser uma debênture, tornaram operações de menor porte economicamente inviáveis, de forma a restringir o número de empresas que estariam aptas a se financiar por meio da securitização de recebíveis (PENTAGONO RESEARCH, 2003, p. 1).

Apenas nos últimos anos da década de 1990, teve início a terceira etapa do processo. Foram verificadas as primeiras mudanças no tratamento dado pelo governo ao mercado

¹⁹ No que diz respeito à regulação específica, as SPE são constituídas como Sociedades Anônimas, possuindo as características previstas na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que cria e dá as principais atribuições das Sociedades Anônimas, e estão sujeitas às limitações impostas na regulamentação. Por esse motivo, em muitas operações foi necessária a constituição de uma *Trust offshore*, em um país que possuísse regulamentação específica para esse tipo de entidade. Nessas operações, o *Trust* é o controlador acionário da SPE, de forma a proporcionar a efetiva independência entre esta e a Empresa Originadora (PENTAGONO RESEARCH, 2002, p. 2).

²⁰ O Agente Fiduciário representa a comunhão dos debenturistas (detentores das debêntures) perante a companhia emissora (neste caso, a SPE). Dentre suas atribuições, destacam-se: a elaboração de relatório anual sobre a companhia emissora; a proteção dos direitos dos debenturistas, de acordo com a regulamentação em vigor e com o estabelecido na escritura de emissão das debêntures; convocação de assembléia de debenturistas, entre outras. A atuação do Agente Fiduciário é regulada pela Lei nº 6.404.

doméstico de securitização e estavam voltadas para o setor imobiliário. A Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, instituiu a Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliário - CSCI, os Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI que são os valores mobiliários a serem emitidos pela CSCI, e o regime fiduciário²¹ para recebíveis imobiliários. Em seguida a Comissão de Valores Mobiliários - CVM expediu a Instrução nº 284, de 24 de julho de 1998, posteriormente revogada pela Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004. Com essas medidas tornou-se possível a securitização de recebíveis imobiliários com total segregação de risco da carteira de crédito, em relação à Entidade Emissora e à Empresa Originadora.

Posteriormente, o Conselho Monetário Nacional - CMN expediu as Resoluções nº 2.493, de 07 de maio de 1998, e nº 2.573, de 17 de dezembro de 1998, ambas revogadas pela Resolução nº 2.686, de 26 de janeiro de 2000, que regulamentou a cessão de direitos creditórios oriundos de operações financeiras a uma SPE, neste caso denominadas Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros - CSCF, que podem captar recursos no mercado apenas mediante a emissão de debêntures simples lastreadas nesses créditos.

Por fim, já no início da primeira década de 2000, uma nova medida foi tomada, provavelmente a mais importante da terceira etapa: a criação do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC e do Fundo de Investimento em Cotas de FIDC - FIC FIDC, pelo Conselho Monetário Nacional, em novembro de 2001.

2.4 – O FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

Seguindo o modelo adotado em outros países, como por exemplo na Espanha que, em 1998, criou os *Fondos de Titularización*, o CMN, em conjunto com a CVM, criou e regulamentou o funcionamento do FIDC. A Resolução do CMN nº 2.907, de 29 de novembro de 2001, criou os FIDC e os FIC FIDC, para, em seguida, a Instrução CVM nº 356, de 27 de dezembro de 2001, regulamentar a constituição e o funcionamento desses fundos no mercado (PENTAGONO REARCH, 2002, p. 8).

²¹ O regime fiduciário isola a carteira de recebíveis imobiliários, constituindo um patrimônio separado que

A principal vantagem trazida pelos FIDC para o mercado de securitização foi o ganho de eficiência proporcionado por um processo menos burocrático para constituição da Entidade Emissora e a não incidência de impostos e contribuições que haviam limitado a expansão do mercado até então. No que diz respeito à questão tributária, não incidem sobre o FIDC e suas operações o PIS, o COFINS, o IRPJ e a CSSL, além de as operações realizadas pelo fundo estarem isentas da cobrança da CPMF. Está sujeito apenas ao Imposto de Renda a ser retido quando do pagamento de remuneração, amortização ou regate das cotas junto aos investidores e à taxa de fiscalização devida para a CVM, quando as cotas forem objeto de distribuição pública (UQBAR, 2004a, p.5).

Apesar dessas vantagens, as operações de FIDC não apresentaram, logo de início, o crescimento esperado pelo mercado e pelas autoridades do governo. Duas são as explicações para esse fraco desempenho: a primeira está relacionada com o cenário econômico e político conturbado que marcou o ano de 2002. A corrida dos fundos de investimento, provocada por problemas de marcação a mercado dos títulos públicos, o agravamento da crise econômica da Argentina, e a indefinição do cenário eleitoral brasileiro afugentaram emissores e investidores do mercado de capitais. Por outro lado, a segunda explicação está relacionada com a própria regulamentação do FIDC que, do ponto de vista do mercado, impunha uma série de limitações à estruturação dessas operações.

Com o objetivo de eliminar as limitações regulamentares, a CVM editou em 22 de julho de 2003 a Instrução nº 393, que alterou a Instrução CVM nº 356. Algumas das principais alterações verificadas foram: a possibilidade de emissões de séries de cotas seniores, com características e obrigações distintas entre si, e o fim da obrigatoriedade de seguro performance para a Empresa Originadora, no caso de securitização de recebíveis não performados²².

não se confunde com o da CSCI. Em outras palavras, os investidores que adquirirem os CRI não correm o risco de falência por parte da CSCI.

²² A CVM também editou a Instrução nº 399, de 21 de novembro de 2003, que regulamenta a constituição e funcionamento dos FIDC no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social - FIDC-PIPS. Porém, até o final de 2005 nenhuma operação de FIDC-PIPS havia sido estruturada e lançada no mercado.

Tomando como base a regulamentação em vigor, serão apresentadas, a seguir, as principais características de uma operação de securitização de recebíveis com o uso do FIDC, os participantes envolvidos em uma operação desse tipo e as etapas a serem percorridas.

2.4.1 – DA CONSTITUIÇÃO E FUNCIONAMENTO DOS FIDC

Os FIDC são definidos pela CVM como sendo uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios. Por sua vez, são considerados direitos creditórios: os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega futura ou prestação futura, bem como os títulos ou contratos representativos desses contratos.

A constituição de um FIDC deve ser deliberada por seu Administrador que, no mesmo ato, deve aprovar também o Regulamento do fundo. É no Regulamento do FIDC que estão descritas todas as suas características, bem como das Cotas a serem emitidas por este, as obrigações assumidas pelo fundo e pelo Administrador e a nomeação de algumas das instituições envolvidas na operação, como é o caso do próprio Administrador, do Custodiante e do Gestor da carteira do fundo, se for o caso, sempre de acordo com a regulamentação pertinente.

Os FIDC podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado, sendo que no primeiro caso os cotistas do fundo podem solicitar o resgate de suas Cotas; enquanto que, no caso de condomínio fechado, esse resgate acontece apenas ao término do prazo de duração do fundo, ou de cada série ou classe de Cotas emitidas por este, sendo admitida, ainda, a amortização do valor do principal das Cotas, de acordo com um cronograma previamente estabelecido, por determinação do Administrador, ou por deliberação da assembleia geral de cotistas. Nas três situações essas condições devem estar previstas no Regulamento do fundo.

Após a constituição do FIDC e caso este preveja a distribuição pública de suas Cotas, a qual é caracterizada por um esforço de venda por parte do Administrador do fundo ou da

instituição financeira contratada para fazer a colocação destas no mercado, deverá ser solicitado o registro do fundo e da distribuição junto à CVM.

2.4.2 – OS PARTICIPANTES ENVOLVIDOS EM UMA OPERAÇÃO COM FIDC

A estruturação de um FIDC envolve a participação de diferentes instituições que desempenham funções específicas no processo. Para orquestrar os trabalhos desempenhados por cada um desses participantes é fundamental a presença de uma instituição principal, que não apenas coordene os processos e as atividades dos diferentes participantes, mas também seja responsável por monitorar e garantir que todas as condições e regras estabelecidas no Regulamento do fundo e em outros contratos pertinentes ao processo de securitização estejam sendo cumpridas. Esse papel é desempenhado pelo Administrador do fundo.

O Administrador do FIDC é a instituição responsável por controlar a atuação dos demais participantes. Como representante legal do fundo, é responsável por toda documentação relacionada a este, dentre as quais pode-se destacar o Regulamento e seus eventuais aditamentos, o prospecto do fundo²³, o material publicitário e correspondências enviadas aos cotistas do fundo. Além disso, o Administrador também é responsável por calcular o valor diário das Cotas, pela prestação de contas do fundo, pela elaboração das demonstrações financeiras deste e pela organização das assembleias de cotistas. De acordo com o artigo 32º da Instrução CVM nº 356, a administração do FIDC 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 distribuidora de títulos e valores mobiliários.

Para o cumprimento de algumas das obrigações atribuídas pela norma da CVM é permitido que o Administrador contrate serviços de terceiros. Esses são os casos dos serviços de

²³ O prospecto do fundo é um documento que deve ser elaborado pelo Administrador, em conjunto com o intermediário financeiro da operação, se for o caso, em uma linguagem clara e acessível a todo e qualquer investidor. Fazem parte de seu conteúdo informações detalhadas sobre o fundo, sobre o processo de distribuição de Cotas, sobre as instituições participantes da operação, entre outras.

gestão da carteira do fundo e de custódia de ativos. No entanto, a contratação de terceiros não exime o Administrador de qualquer responsabilidade.

O Gestor da carteira do FIDC, caso este venha a ser contratado, é responsável pela compra e venda dos ativos integrantes da carteira do fundo, sempre respeitando a política de investimento e os critérios de elegibilidade²⁴ dos direitos creditórios estabelecidos no Regulamento do fundo. A função de Gestor somente pode ser exercida por pessoas jurídicas domiciliadas ou com sede no Brasil. Já o Custodiante, é a instituição responsável por receber, analisar e validar os direitos creditórios integrantes da carteira do FIDC, pela liquidação física e financeira destes, bem como por fazer a guarda e/ou cobrança de documentação relacionada a tais direitos creditórios. O serviço de Custodiante somente pode ser realizado por instituições previamente cadastradas e habilitadas junto à CVM.

Logo abaixo do Administrador, a instituição Custodiante pode ser considerada o segundo participante mais importante de um FIDC. Sua importância vai além da simples análise e validação dos direitos creditórios. O bom desempenho de suas funções apresenta-se para os investidores como uma garantia adicional de que a política de investimento e os critérios de elegibilidade estabelecidos no Regulamento do fundo estão sendo cumpridos pelo Administrador e pelo Gestor da carteira. A própria atuação do Custodiante, então, levaria a uma redução de problemas de monitoramento dos Cotistas sobre o funcionamento do fundo.

Conforme estabelecido pela Instrução CVM nº 356, a distribuição de Cotas de FIDC somente pode ser realizada por instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. Como visto anteriormente, a mesma Instrução limita as instituições que podem exercer a função de Administrador desses fundos, sendo que com exceção das sociedades de crédito, financiamento e investimento, as demais fazem parte do sistema de distribuição, de forma que muitas vezes o Administrador está apto a realizar a vendas das Cotas para Investidores. Porém, apesar dessa possibilidade, em boa parte das operações o processo de

²⁴ Os critérios de elegibilidade dos direitos creditórios é uma cláusula obrigatória no regulamento dos FIDC. Ela estabelece as características dos recebíveis que serão adquiridos pelo fundo, tais como: prazo, origem, valores máximos e mínimos, histórico de inadimplência dos clientes devedores, entre outras. Dessa forma, ao adquirir cotas de um FIDC o investidor sabe, previamente, em quais ativos o fundo investirá.

distribuição fica a cargo de uma outra instituição financeira contratada para prestar esse serviço, que é conhecida como Intermediário, ou Coordenador da Distribuição.

Uma das principais vantagens oferecidas pelas Cotas de FIDC aos Investidores, em comparação com outros valores mobiliários existentes no mercado de capitais, é a exigência regulamentar de que as classes ou séries de cotas destinadas à colocação pública sejam avaliadas por agência de classificação de risco em funcionamento no país, conhecidas também como Agências de *Rating*. Apesar de a existência de um *rating* para os títulos já ser quase uma exigência, não regulamentar, do próprio mercado, o fato de a própria norma estabelecer como condição para distribuição pública das cotas que tal classificação seja realizada e, principalmente, que seja atualizada a cada três meses representa um verdadeiro avanço no que diz respeito à transparência e à segurança dos Investidores²⁵.

A classificação atribuída pela Agência de *Rating* para as Cotas de uma determinada série ou classe leva em conta inúmeros aspectos da operação, entre os quais pode-se destacar: a qualidade da carteira de recebíveis securitizada, ou seja, o risco de inadimplência dos devedores; a idoneidade e a capacidade das instituições participantes da operação; a estrutura de fluxo de caixa, que leva em conta estatísticas de inadimplência da carteira, a possibilidade de pré-pagamento dos créditos, o prazo dos recebíveis e as obrigações do fundo para com os cotistas; e a solidez jurídica que está baseada nos riscos legais envolvidos na operação. Todos esses aspectos são levados em conta na análise, que objetiva avaliar a capacidade do FIDC em honrar suas obrigações com os participantes do processo e principalmente com os Investidores que adquiriram suas Cotas no mercado.

Outras duas instituições possuem papel relevante dentro do processo de estruturação da operação, principalmente na fase de montagem desta. A Consultoria Jurídica que auxilia na elaboração dos contratos e na montagem da estrutura de securitização, sempre levando em conta a regulamentação em vigor e contribuindo para a solidez jurídica da operação, e a Empresa de

²⁵ Vale a ressalva de que apesar da importância do papel desempenhado pela Agência de *Rating* e de sua atuação estar prevista em várias normas que regulamentam o mercado de capitais, a atuação dessas agências não é regulamentada, nem no Brasil, nem em nenhum outro país. Dessa forma, na ocorrência de eventuais erros de avaliação que venham a prejudicar os Investidores a Agência de *Rating* não poderá ser penalizada.

Auditoria que auxilia no processo de seleção dos direitos creditórios e acompanha as atividades do Administrador, auditando as demonstrações financeiras do fundo.

Por fim, e na outra ponta da operação está o cotista do fundo. A Instrução CVM nº 356, no seu artigo 3º, inciso II, estabelece que apenas investidores qualificados²⁶ podem adquirir Cotas de FIDC. Aparentemente, a preocupação da CVM era limitar a aquisição desses títulos a investidores, teoricamente, capacitados para analisar a operação e verificar quais os riscos envolvidos. Além disso, pesam os fatos de o FIDC ser considerado um produto relativamente novo no mercado e que ainda estaria no meio de uma curva de aprendizado, e de que a complexidade é uma característica inerente a essas operações.

Como visto anteriormente, a presença desses vários participantes contribui para a transparência da operação e para o aumento da segurança para o Investidor. As funções desempenhadas, em conjunto, pelo Administrador, Custodiante e Gestor, a necessidade de divulgação das demonstrações financeiras do fundo, mensalmente, e, em especial, a presença da Agência de *Rating* contribuem para reduzir a assimetria de informação entre os Investidores e o Administrador, representante legal do FIDC, reduzindo os problemas de seleção adversa, de risco moral, de monitoramento e, conseqüentemente, as chances de racionamento nesse mercado, de forma a proporcionar uma alternativa de captação de recursos para empresas.

²⁶ São considerados investidores qualificados, de acordo com o artigo 109º da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004: i) instituições financeiras; ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; iv) pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I; v) fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e vi) – administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios. § 1º Poderão ser admitidos, como cotistas de um fundo para investidores qualificados, os empregados e/ou sócios das instituições administradoras ou gestoras deste fundo, expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM. § 2º É permitida a permanência, em fundos para investidores qualificados, de cotistas que não se enquadrem nos incisos deste artigo, desde que tais cotistas tenham ingressado até a data de vigência desta Instrução e em concordância com os critérios de admissão e permanência anteriormente vigentes. § 3º Os requisitos a que se refere o caput deverão ser verificados, pelo administrador ou pelo intermediário, no ato de cada aplicação em fundo de investimento de que o investidor não seja cotista, sendo certo que a perda da condição de investidor qualificado não implica a exclusão do cotista do fundo de investimentos.

Vale destacar, novamente, que a forma de atuação da empresa que está se financiando – a Empresa Originadora dos recebíveis – não interfere na transparência da operação de securitização por meio do FIDC. A atuação que importa é a das instituições que participam da estrutura do fundo e o fato de que essas instituições monitoram a atuação umas das outras proporciona maior transparência para o Investidor e, de certa forma, maior segurança.

2.4.3 – CARACTERÍSTICAS DAS COTAS DOS FIDC

A Instrução CVM nº 356 permite que os FIDC emitam duas classes de Cotas. Essas Cotas podem ser de classe sênior, as quais não se subordinam às demais para o recebimento de rendimento, de amortização e resgate, ou de classe subordinada, que como o próprio nome diz, estão subordinadas às demais cotas no que se refere a esses mesmos recebimentos.

O passivo de um FIDC é constituído pelas Cotas de sua emissão, acrescido dos encargos e despesas do fundo, sendo que os pagamentos devem respeitar a seguinte ordem de prioridade: i) encargos e despesas do fundo, entre as quais estão a taxa de administração e o pagamento à Agência de *Rating*; ii) rendimentos, amortizações e resgate das Cotas seniores; e iii) rendimentos, amortizações e resgate das Cotas subordinadas.

Como o cotista subordinado será o último a receber, as Cotas subordinadas acabam funcionando como uma espécie de “colchão” de liquidez para o fundo. Eventuais perdas decorrentes de aumentos no nível de inadimplência da carteira de direitos creditórios que compõe o ativo do fundo impactarão, inicialmente, essas Cotas. Ou seja, as Cotas dessa classe representam uma proteção para os cotistas seniores, em relação ao risco de crédito da carteira do fundo, de forma que estes últimos só serão atingidos quando o valor financeiro da inadimplência da carteira for superior ao volume financeiro representado pelo total de Cotas subordinadas emitidas pelo fundo.

Na prática, como será apresentado no Capítulo 3, na maior parte dos FIDC as Cotas subordinadas vêm sendo adquiridas pela própria Empresa Originadora dos recebíveis, de forma que esta acaba retendo o risco de crédito da carteira do fundo. O objetivo de operações como esta é oferecer para os cotistas uma garantia adicional, para atrair um número maior de Investidores e,

com isso, reduzir o custo de captação. Também é permitida a emissão de Cotas com diferentes níveis de subordinação, que, conseqüentemente, representam diferentes níveis de risco para os adquirentes, sejam estes Investidores do mercado, ou a própria Empresa Originadora.

Já as Cotas seniores devem ser emitidas em classe única. Contudo, no caso de fundos fechados, é permitido que estas sejam divididas em séries que podem possuir diferentes valores e prazos para os pagamentos de rendimentos, amortização e resgate. A vantagem de se permitir a emissão de diversas séries de Cotas seniores está na possibilidade de direcionar cada série para determinado tipo de Investidor, ou ainda, no fato de um mesmo fundo permitir a emissão de novas séries ao longo de toda sua duração, possibilitando que eventuais oportunidades de mercado sejam aproveitadas.

Embora seja possível a emissão de diferentes classes de Cotas e, ainda, divididas em séries para o caso de Cotas seniores, não é permitida a vinculação de uma parcela do patrimônio do FIDC a determinada classe ou série de Cotas. A carteira de direitos creditórios representa um ativo do fundo e não de um determinado grupo de Cotas, fazendo com que eventuais problemas de performance da carteira afetem todas as Cotas emitidas, mas respeitando sempre a subordinação existente entre estas, se for o caso.

Os FIDC não podem prometer rendimento para as Cotas de sua emissão, sejam elas de classe sênior ou subordinada. Apesar disso, a maior parte dos fundos estabelece uma remuneração de referência, principalmente, para as Cotas seniores. Na verdade, essa remuneração indicativa serve para determinar qual parcela do patrimônio do fundo será, preferencialmente, destinada ao pagamento dos cotistas seniores e qual será destinada aos cotistas subordinados, sempre respeitando prioridade dos cotistas seniores nas distribuições de rendimentos.

As Cotas emitidas por um FIDC constituído na forma de condomínio fechado e que sejam objeto de distribuição pública no mercado devem ser registradas para negociação secundária em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, permitindo aos Investidores transacionar suas Cotas com terceiros.

2.4.4 – OS RISCOS RELACIONADOS A UM FIDC

A aquisição de Cotas de FIDC envolve alguns riscos que são diferentes daqueles relacionados aos títulos de dívida ou às ações emitidas por uma companhia e devem ser bem avaliados pelos Investidores. Como visto anteriormente, uma das vantagens do FIDC em relação a outros títulos do mercado é a exigência regulamentar de que as Cotas de fundos constituídos sob a forma de condomínio fechado e que tenham sido objeto de distribuição pública sejam avaliadas por uma Agência de *Rating*, sendo necessário, ainda, a atualização dessa avaliação a cada três meses.

Em uma operação de securitização de recebíveis por meio do FIDC alguns tipos de risco devem estar no foco de atenção dos Investidores e das Agências de *Rating*, são eles: o risco de crédito da carteira de recebíveis, o risco estrutural da operação, a solidez jurídica da operação, o risco de performance e o risco regulatório, sendo que estes dois últimos só estão presentes em operações de securitização de fluxo futuro. A análise da agência avaliará de que forma a operação, incluindo sua estrutura, as características dos recebíveis e a atuação das diferentes instituições participantes, é sólida o suficiente para proporcionar que o fundo cumpra os compromissos com os cotistas.

Provavelmente, o principal risco a ser avaliado é o de crédito. Uma operação de securitização de recebíveis envolve o isolamento e a transferência de risco dos ativos que estão sendo securitizados pela Empresa Originadora e quando um Investidor adquire Cotas de um FIDC, ele não deve correr o risco de crédito da empresa que cedeu os recebíveis mas, apenas, o risco de crédito da carteira de ativos. Daí a importância de que os critérios de elegibilidade dos créditos estejam bem definidos no Regulamento do fundo e também que os diversos participantes, em especial, o Custodiante, a Empresa de Auditoria e a Agência de *Rating*, tomem as medidas necessárias para garantir e fiscalizar o cumprimento desses critérios.

Quando uma operação está sendo estruturada, tanto a Empresa de Auditoria, quanto a Agência de *Rating*, possui uma participação bastante ativa no sentido de validar as características dos créditos e analisar o histórico de inadimplência da carteira que está sendo securitizada, de forma que todas essas informações constem do relatório elaborado pela agência.

O segundo tipo de risco é o estrutural e diz respeito à forma como a operação foi montada, à atuação dos diferentes participantes, à capacidade da estrutura de securitização absorver mudanças no cenário econômico, entre outras. Como será apresentado abaixo, o FIDC pode possuir mecanismos mitigadores de riscos que são incluídos na estrutura com o objetivo de melhorar o *rating* da operação e com isso reduzir a remuneração a ser paga aos cotistas e, conseqüentemente, os custos de captação.

Vale salientar que o processo de avaliação de risco ocorre de maneira inversa, em comparação com outros títulos do mercado. Nos títulos tradicionais – ações e títulos de dívida - a classificação de risco é determinada pela capacidade de a empresa cumprir com seus compromissos, sendo correto afirmar que o *rating* reflete a situação financeira da companhia. Já em um FIDC, o *rating* é o ponto de partida, de forma que toda a estrutura da operação será montada com o objetivo de alcançar a classificação de risco desejada.

O risco estrutural também está relacionado com a idoneidade e, principalmente, com a capacidade que as diferentes instituições envolvidas no processo possuem para cumprir com as obrigações assumidas com o fundo e com os cotistas. A presença de instituições que estejam tecnologicamente bem estruturadas e possuam o conhecimento necessário para exercer suas funções é fundamental para o sucesso de um FIDC.

Por se tratar de uma modalidade de operação relativamente nova no mercado brasileiro e dada a complexidade inerente a estas, a solidez jurídica da operação de securitização torna-se ainda mais importante. A existência de problemas legais e regulamentares pode dar margem para futuras contestações contra o FIDC, principalmente no que diz respeito à cessão dos direitos creditórios pela Empresa Originadora. Se a cessão dos recebíveis não for considerada perfeita e acabada, esta pode vir a ser revertida por determinação da justiça, comprometendo a capacidade do fundo de honrar seus compromissos com os cotistas.

As duas últimas categorias de riscos associadas aos FIDC referem-se à securitização de recebíveis não performados. Ao adquirir Cotas, o Investidor não corre o risco de crédito da Empresa Originadora dos recebíveis, mas em operações desse tipo existe o risco de performance desta empresa. Esse risco está relacionado com a incapacidade da empresa continuar gerando recebíveis, ou ainda, de entregar o bem ou prestar o serviço ao qual se referem os créditos

cedidos ao fundo. Como resultado, os cotistas do FIDC seriam diretamente prejudicados já que nessas operações o fundo adquire o direito sobre um fluxo de recebíveis a ser gerado pela Empresa Originadora. Assim, se esse fluxo cessar, o patrimônio líquido do fundo será afetado, prejudicando sua capacidade de cumprir com as obrigações assumidas em seu passivo, incluindo as despesas do fundo e os pagamentos aos cotistas. O risco regulatório, então, pode comprometer a capacidade de a Empresa Originadora continuar gerando e cedendo direitos creditórios ao fundo. Uma mudança na regulação pode tornar o negócio dessa empresa inviável, reduzindo sua margem de lucro, ou no caso de uma concessionária de serviços públicos, cassando a concessão da empresa. Ambos os riscos referem-se à possibilidade de descontinuidade do fluxo de recebíveis adquirido pelo FIDC.

A análise feita pela Agência de *Rating* leva em conta a capacidade do FIDC honrar seus compromissos com os titulares das Cotas, sempre levando em conta os diferentes tipos de riscos apresentados acima. Como o principal indicador à disposição dos Investidores, no que diz respeito à probabilidade destes receberem de volta os recursos aportados, acrescido da remuneração de referência previamente estabelecida, é o *rating*, e por isso, muitas vezes são incluídos mecanismos mitigadores de risco com o objetivo de melhorar a classificação atribuída pela agência. A elevação na classificação torna as Cotas mais atrativas para os Investidores, visto que reflete uma redução do risco da operação. Esses mecanismos também são conhecidos como reforço de crédito e reforço de liquidez.

O reforço de crédito, como o próprio nome diz, tem por objetivo reduzir as chances de que eventuais perdas decorrentes do não pagamento dos recebíveis cedidos ao fundo, tenham impacto nas obrigações assumidas por este junto aos Investidores do mercado. Este reforço pode ser oferecido pela própria estrutura da operação ou por terceiros. Os tipos mais comuns de reforço estrutural são: o *spread* adicional, a constituição de fundo de reserva, a sobrecolateralização e a subordinação; enquanto que aqueles oferecidos por terceiros resumem-se à contratação de seguro de crédito e ao compromisso de recompra dos créditos, assumido pela Empresa Originadora.

Na aquisição dos direitos creditórios pelo FIDC é aplicado um deságio sobre o valor do recebível, também conhecido como *spread*. Normalmente, o tamanho do *spread* aplicado é suficiente para cobrir as despesas do fundo e os pagamentos de rendimento e principal aos

cotistas. Porém, pode ser aplicado um *spread* adicional com o objetivo de cobrir eventuais perdas da carteira, decorrentes da inadimplência dos Clientes devedores. Além disso, pode ser constituído um fundo de reserva composto por recursos oriundos do pagamento dos créditos e que poderá ser utilizado em momentos nos quais é verificado aumento na inadimplência da carteira. Com o mesmo objetivo, a estrutura do FIDC pode prever uma sobrecolateralização, situação na qual o volume financeiro dos créditos é maior que o passivo do fundo, o qual representa a soma das despesas do fundo com os pagamentos de rendimento e principal aos cotistas.

A quarta modalidade de reforço de crédito estrutural e, provavelmente, a mais utilizada é a subordinação que consiste na emissão de um volume pré-determinado de Cotas subordinadas. Conforme estabelecido no artigo 24, inciso XV, da Instrução CVM nº 356, sempre que um fundo prever a emissão de Cotas subordinadas deve estar previsto em seu Regulamento qual é a relação mínima entre o valor dessa classe de Cotas e o patrimônio líquido do fundo, a qual deve ser respeitada durante todo o prazo da operação, sendo que sua inobservância pode constituir um evento de liquidação antecipada do FIDC.

Na maior parte das operações, as Cotas subordinadas são adquiridas pela própria Empresa Originadora, ou por alguma instituição, ou pessoa, ligada a esta, de forma a reter parte do risco de crédito da carteira de recebíveis. A emissão dessa classe de Cotas também pode ser combinada com os outros tipos de reforço de crédito estrutural, com a vantagem de que a aquisição dessas Cotas pela Empresa Originadora possibilita que qualquer excedente de recursos no caixa do fundo possa retornar para a empresa na forma de pagamento de rendimento e amortização.

No que diz respeito aos reforços de crédito oferecidos por terceiros, a contratação de um seguro consiste na transferência para uma companhia seguradora da responsabilidade pelo pagamento aos Investidores no caso de o FIDC se ver incapacitado de honrar seus compromissos, como decorrência de um aumento da inadimplência de sua carteira²⁷. Já o compromisso de recompra dos créditos, a chamada coobrigação assumida pela Empresa Originadora, consiste na obrigação assumida por esta de readquirir os direitos creditórios cujos Clientes devedores não

tenham quitado suas obrigações e se tornado inadimplentes, sendo que o pagamento por tal aquisição pode ser feito por meio da cessão de novos recebíveis para o fundo.

Quanto ao reforço de liquidez, este consiste em uma garantia adicional para evitar que eventuais problemas de atrasos no pagamento dos direitos creditórios ou mesmo no repasse desses recursos ao FIDC comprometam o pagamento de rendimento, amortização ou resgate das Cotas. Esse reforço também pode ser estrutural ou garantido por terceiros. No primeiro caso, é constituído um fundo de liquidez que funciona de maneira similar ao fundo de reserva, mas seus recursos só podem ser utilizados para evitar atrasos no pagamento das Cotas, decorrentes de diferenças entre a data de recebimento dos recursos da carteira e a data de pagamento aos cotistas. Já na segunda hipótese, o reforço seria representado por uma carta de crédito, na qual uma instituição financeira compromete-se a adiantar recursos para o fundo.

Os riscos de uma operação de securitização de recebíveis por meio de um FIDC, bem como os mecanismos mitigadores deste, devem ser avaliados sob duas óticas distintas: a dos Investidores e a da Empresa Originadora. Para os Investidores, uma análise aprofundada dos riscos da operação é indispensável e a presença de mecanismos mitigadores é sempre um fator positivo que deve refletir no *rating* das Cotas. Para a Empresa Originadora os reforços de crédito e liquidez, ao mesmo tempo em que possibilitam uma redução dos custos de captação, também podem aumentar os riscos para esta, visto que, em alguns casos, o risco de crédito da carteira de recebíveis não será totalmente transferido para os investidores, o que pode ser ruim não só para as empresas, como também para seus credores.

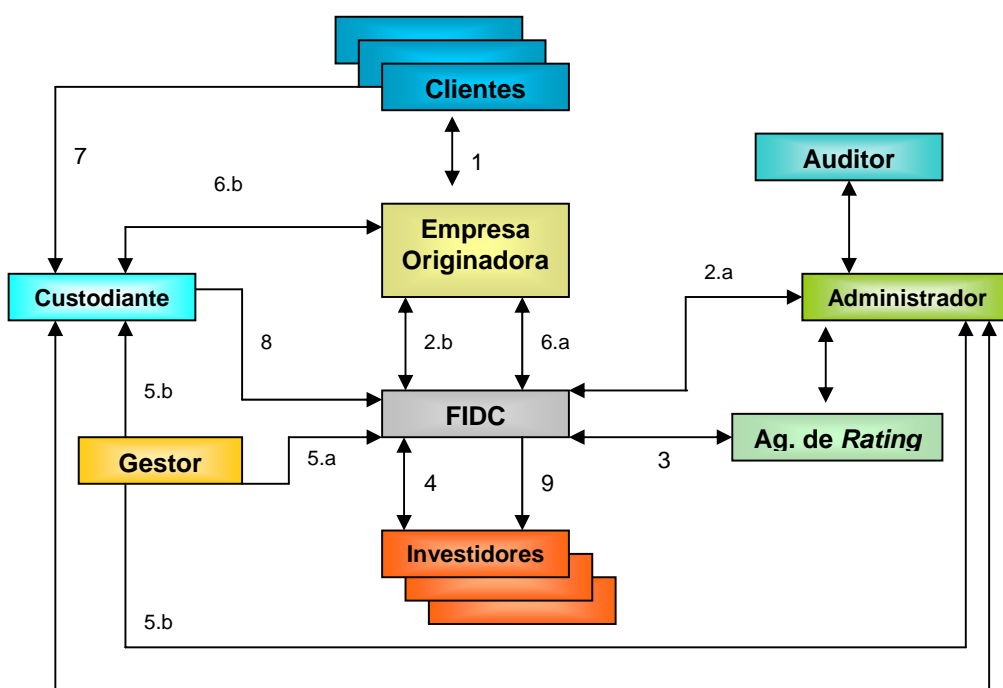
Ao assumir algum tipo de coobrigação para com o fundo, ou subscrever Cotas de classe subordinada, a Empresa Originadora impede que a transferência de risco se concretize. Ao reter parte ou a totalidade do risco de crédito da carteira de recebíveis que está sendo securitizada, a empresa não consegue se beneficiar de uma das vantagens proporcionadas pela securitização de recebíveis – a transferência de risco.

²⁷ Para o caso de FIDC não performados, também pode ser adquirido um seguro performance para a Empresa Originadora.

2.4.5 – A ESTRUTURA DE UMA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS POR MEIO DO FIDC

Uma vez apresentados os principais conceitos relacionados a uma operação de securitização de recebíveis, por meio da constituição de um FIDC, e também os participantes envolvidos em uma operação desse tipo, torna-se possível apresentar todas as etapas do processo, bem como a estrutura de uma operação como esta. A estrutura a ser apresentada é na realidade uma generalização, que busca representar uma operação típica realizada no mercado, já que, dada a flexibilidade oferecida por esse instrumento, seria impossível sintetizar em uma única estrutura todas as possibilidades. Além disso, não existe tal pretensão.

FIGURA 2.2 – ESTRUTURA TÍPICA DE UM FIDC



Fonte: Elaborado pelo autor.

A Figura 2 ilustra de que forma pode ser estruturada uma operação de securitização de recebíveis por meio da constituição de um FIDC, reunindo em uma única estrutura as várias instituições participantes que atuam em diferentes etapas do processo. De acordo com essa figura, as etapas envolvidas em uma estrutura de FIDC são:

- 1 A Empresa Originadora realiza a venda de determinados bens, ou presta determinados serviços para seus Clientes, sendo que a contrapartida financeira será paga a prazo. Ou seja, a Empresa Originadora passa a deter direitos de crédito contra seus Clientes (recebíveis);
- 2.a O Administrador constitui o FIDC, define as cláusulas de seu Regulamento e registra a emissão na CVM;
- 2.b A Empresa Originadora firma um contrato de cessão de recebíveis com o FIDC;
- 3 A Agencia de *Rating* analisa e atribui classificação de risco para as cotas do FIDC
- 4 O FIDC emite Cotas que serão adquiridas por Investidores qualificados no mercado de capitais;
- 5.a O Gestor determina a aquisição, pelo FIDC, de direitos creditórios, que atendam os critérios de elegibilidade estabelecidos no Regulamento do fundo, junto à Empresa Originadora;
- 5.b O Gestor informa ao Custodiante e ao Administrador sobre a aquisição dos direitos creditórios pelo FIDC;
- 6.a A Empresa Originadora realiza a venda definitiva dos recebíveis para o FIDC, que nesse momento passa a ser o novo credor das obrigações assumidas pelos Clientes;
- 6.b O Custodiante processa a operação de aquisição dos direitos creditórios em nome do FIDC, perante a Empresa Originadora;
- 7 Quando do vencimento dos direitos creditórios, os pagamentos realizados pelos Clientes são direcionados para uma conta do FIDC aberta no Custodiante;
- 8 O Custodiante disponibiliza os recursos provenientes dos pagamentos dos direitos creditórios em nome do FIDC;
- 9 O FIDC repassa para os Investidores os recursos oriundos dos pagamentos feitos pelos Clientes, na forma de rendimentos, amortizações ou resgate das cotas.

O que se evidencia a partir da análise da Figura 2 é a grande interação existente entre os diferentes participantes envolvidos na estrutura. O benefício extraído desse estreito relacionamento é o aumento da segurança e da solidez da operação em sua totalidade. Isso porque boa parte das etapas da operação, uma mesma ação é iniciada pelo comando de um participante e é validada e finalizada por outro, proporcionando uma troca de informações e uma verificação de processos em praticamente todas as operações do FIDC. Além disso, o Administrador e a Agência de *Rating* monitoram o andamento da operação e os serviços prestados pelas diferentes instituições, sendo que no caso do Administrador essa obrigação está estabelecida na própria regulamentação do FIDC.

A presença desses diferentes participantes, que devem trabalhar sempre de acordo com a legislação vigente, também proporciona um aumento da transparência da operação. Para que a convivência entre essas instituições seja possível e as normas sejam cumpridas é necessária a geração de um grande número de informações sobre as transações realizadas pelo fundo, ou em nome deste, sendo que o Administrador deve disponibilizar para o mercado uma parte relativamente grande dessas informações.

2.5 – OS PRINCIPAIS INVESTIDORES EM COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

O principal atrativo oferecido pelos FIDC a esses Investidores Qualificados é a possibilidade de diversificação de seus investimentos financeiros, com a inclusão de títulos que se enquadram em uma categoria de risco diferenciada e, ao mesmo tempo, podem oferecer retornos superiores ao de outras alternativas de investimento em renda fixa disponíveis no mercado. Conforme Teixeira (2006, p. 61), até outubro de 2005, a rentabilidade média dos FIDC ofertados no mercado era equivalente a 108,00% da variação da taxa DI (Depósito Interbancário).

Apesar de pessoas físicas poderem se enquadrar como investidores qualificados, são outros os Investidores que possuem uma posição de maior relevância nesse mercado, os chamados investidores institucionais. Entre estes, dois merecem maior destaque: as entidades de previdência complementar e os fundos de investimento. Excluindo-se as instituições financeiras,

são esses dois tipos de investidores institucionais que administram os maiores volumes de recursos e podem proporcionar o *finance* e o *funding* demandados pelas empresas.

Esses investidores trabalham com horizontes distintos de investimento. As entidades de previdência complementar, ou fundos de pensão como são mais conhecidos, por possuírem um passivo de longo prazo (aposentadorias de seus participantes), procuram realizar investimentos de longo prazo. Já os fundos de investimento priorizam aplicações financeiras em títulos de curto prazo, ou que apresentem liquidez no mercado secundário. Isso porque, os fundos de investimento são em sua maioria constituídos na forma de condomínio aberto, nos quais os cotistas podem solicitar o resgate de seus investimentos a qualquer tempo.

As Resoluções do CMN nº 3.034 e nº 3.121 que regulamentam as aplicações das entidades de previdência complementar abertas e fechadas, respectivamente, estabelecem um limite máximo de investimento de 10 % em cotas de FIDC e FIC FIDC. Em dezembro de 2005, com base na soma do patrimônio dessas entidades, esse limite representava mais de R\$ 37 bilhões, o que equivale a mais que o dobro do volume de cotas de FIDC ofertadas publicamente no mercado de capitais até aquela data.

Por sua vez, os fundos de investimento também possuem uma regulamentação específica no que se refere às suas aplicações. A Instrução CVM nº 409 estabelece, para o caso dos fundos classificados nas categorias de renda fixa e multimercado, um limite de 10% do patrimônio desses fundos para aplicação em cotas de FIDC e FIC FIDC. Esses limites representavam, também no final de 2005, um montante de mais de R\$ 42 bilhões²⁸.

A partir de uma análise superficial, é possível concluir que limitações regulamentares não seriam uma barreira para o crescimento da demanda do mercado por Cotas de FIDC, pelo menos não no curto prazo, já que ainda existe um grande espaço entre as aplicações desses investidores e suas limitações regulamentares. O crescimento da procura por esses títulos dependerá da atratividade oferecida e da disposição desses Investidores em adquiri-los.

Porém, se as limitações não são regulamentares elas podem estar em outros lugares. Duas questões principais chamam a atenção e atingem os fundos de pensão e os fundos de investimento

de maneiras diferentes: as características de amortização e resgate dos FIDC e a liquidez no mercado secundário das cotas de FIDC.

Com relação às características de amortização e resgate das cotas de FIDC, na maior parte das operações ofertadas no mercado há a previsão de amortizações regulares nos Regulamentos dos fundos. Se, por um lado, essas amortizações podem ser positivas para os fundos de investimento, já que representam liquidez, por outro, elas, teoricamente, não seriam do interesse dos fundos de pensão, pois, considerando a preferência por aplicações de longo prazo, “... *as amortizações representam para esses investidores o resgate de um ativo rentável antes do prazo desejado*” (TEIXEIRA, 2006, p.71).

A questão da liquidez do mercado secundário de Cotas de FIDC também apresenta certas peculiaridades. A liquidez de um título qualquer representa o grau de facilidade que os investidores que o adquirirem encontrarão para vendê-lo, caso assim necessitem. Quanto maior a liquidez, maior a facilidade para vender o título e, conseqüentemente, menores serão os custos dessa venda, visto que o apreçamento feito pelo mercado será mais preciso. Portanto, a baixa liquidez secundária das Cotas desses fundos será um dos componentes das taxas de captação pagas pelas empresas, pois os investidores cobrarão um prêmio de liquidez.

Os fundos de pensão que miram um horizonte de longo prazo para os seus investimentos, na maioria das vezes, subscrevem as Cotas no mercado primário e as mantêm em suas carteiras até a data de resgate. A liquidez, portanto, não é o ponto mais importante para esses investidores que, dessa forma, acabam por restringi-la. Já para os fundos de investimento, a liquidez secundária das Cotas de FIDC é um ponto-chave, tendo em vista que as características de suas carteiras podem exigir, a qualquer momento, a venda dessas Cotas no mercado. Sendo assim, os fundos de investimento podem privilegiar a aquisição de títulos de curto prazo, ou de títulos que ofereçam maior liquidez, em detrimento das Cotas de FIDC.

O objetivo deste capítulo foi apresentar algumas características das operações e do mercado de securitização de recebíveis, com o uso do FIDC. As questões relacionadas às

²⁸ Os números de mercado de FIDC e dos principais investidores institucionais serão apresentados com maiores detalhes no Capítulo III deste trabalho.

características dos fundos ofertados no mercado, ao patrimônio dos investidores institucionais, ao mercado secundário de Cotas, entre outras, serão discutidas com mais detalhes no capítulo III.

III – O MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS NO PERÍODO 2001 – 2005

Neste terceiro Capítulo serão apresentados os dados sobre os mercados de crédito e de capitais brasileiro, sobre os principais investidores institucionais e, finalmente, sobre o mercado de securitização de recebíveis, por meio da constituição de FIDC, bem como sobre as características dos fundos que foram ofertados. Essa análise se estenderá de 2001, quando da criação do FIDC, até o final do ano de 2005.

O objetivo deste Capítulo é analisar esses dados levando-se em conta as teorias de financiamento e os conceitos relacionados a uma operação de securitização de recebíveis apresentados no Capítulo I, e a descrição do FIDC que o coloca como uma alternativa de financiamento para as empresas, conforme apresentado no Capítulo II. Com base nessa análise pretende-se conseguir embasamento para as conclusões que serão apresentadas na parte final deste trabalho.

3.1 – METODOLOGIA DE PESQUISA

Para alcançar o objetivo proposto neste capítulo, a metodologia de pesquisa a ser utilizada baseia-se, principalmente, no levantamento de dados e em pesquisa documental feita pelo próprio autor. Primeiramente, serão apresentados dados sobre as operações de crédito realizadas no setor bancário, destacando o volume das operações e os prazos praticados, e sobre o mercado de capitais, destacando tanto o lado da demanda por recursos, sobre a qual será apresentada a evolução das captações realizadas no período 2001-2005, como também o lado da oferta, com a apresentação da evolução do patrimônio dos principais investidores institucionais do mercado.

Em seguida, a análise volta-se para o mercado de FIDC, com a apresentação de informações sobre os fundos fechados que distribuíram publicamente suas Cotas no mercado. Ainda com relação aos FIDC, serão apresentadas informações sobre as empresas que se financiaram por meio desse instrumento e também sobre o mercado secundário das Cotas emitidas por esses fundos.

Para apresentar as informações sobre os mercados de crédito e de capitais brasileiro foram feitos levantamentos de dados nas páginas de Internet de diversas instituições que participam e regulam esses mercados desse mercado, bem como em relatórios editados por estas. Entre estas instituições estão: Banco Central do Brasil – BCB; Comissão de Valores Mobiliários – CVM; Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID; Associação Nacional de Previdência Privada – ANAPP; Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – ABRAPP; e Secretaria de Previdência Complementar - SPC. Além do levantamento de dados, foram feitas pesquisas documentais da legislação e regulamentação desse mercado e da atuação dos diferentes participantes.

Com relação às ofertas de FIDC no mercado, foi realizado um extensivo trabalho de pesquisa documental dos regulamentos dos fundos, prospectos de distribuição pública, material publicitário divulgado pelos fundos e relatórios elaborados pelas Agências de *Rating*. As principais fontes utilizadas nessa pesquisa foram: as páginas de Internet da CVM, da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA e dos Coordenadores das distribuições públicas; e consultas aos Administradores de FIDC e às Agências de *Rating*. Com base na análise da documentação levantada nessa pesquisa, serão apresentadas as principais características dos FIDC ofertadas no mercado e também informações sobre as empresas que se financiaram por meio da cessão de recebíveis para esses fundos.

Foram considerados apenas os FIDC e FIC FIDC constituídos na forma de condomínio fechado e que tenham distribuído publicamente suas Cotas. A limitação da pesquisa aos fundos fechados deve-se à dificuldade de se obter informações sobre fundos abertos. Por sua vez, essa dificuldade decorre, principalmente, do fato de que alguns desses fundos não realizam a distribuição pública de suas Cotas.

Ao distribuir publicamente suas Cotas, o FIDC deve obrigatoriamente registrar essa oferta na CVM, sendo que a concessão do registro está condicionada ao envio de uma série de documentos que serão, posteriormente, disponibilizados ao mercado, como, por exemplo, o Regulamento, o prospecto de distribuição e os anúncios de início e de encerramento da distribuição pública. A obrigatoriedade da divulgação dessas informações facilita a identificação e a coleta de dados sobre os fundos. Além disso, as Cotas que não forem objeto de distribuição pública não precisam ser listadas para negociação secundária em bolsa de valores ou em mercado

de balcão organizado, fato este que dificultaria muito a pesquisa, visto que as informações sobre boa parte dos fundos pesquisados foram conseguidas na BOVESPA, que disponibiliza em sua página de Internet as informações sobre os fundos negociados. Por fim, os fundos fechados representam a maior parte das operações ofertadas no mercado.

O fato de as Cotas desses FIDC terem sido ofertadas publicamente não quer dizer que elas foram totalmente subscritas por investidores. Ou seja, não necessariamente, a totalidade das Cotas ofertadas transformou-se, efetivamente, em captação de recursos pelos fundos.

Para facilitar a análise e o entendimento das informações que serão apresentadas neste capítulo, alguns dados foram agrupados em categorias ou subdivisões. Para que esse agrupamento fosse realizado foi necessário que os FIDC fossem classificados, de acordo com as informações encontradas em seus respectivos Regulamentos. Nos casos em que essas informações não estavam claras no Regulamento, procurou-se encontrar algum tipo de esclarecimento em relatórios de Agências de *Rating* e nos prospectos de distribuição dos fundos. Contudo, para o caso de algumas operações essas informações não foram encontradas, de forma que a classificação foi realizada levando-se em conta o bom-senso do autor.

Vale destacar, também, que apesar da criação do FIDC e do FIC FIDC datar de 2001, os primeiros fundos foram constituídos e ofertados no mercado apenas em 2002. Por conta disso, a maior parte dos gráficos e tabelas que serão apresentados nesse capítulo traz informações do período 2002-2005.

As informações sobre os FIDC levantadas por meio da pesquisa documental estão disponíveis de maneira detalhada no Anexo I. As tabelas e gráficos apresentados neste capítulo trazem uma consolidação dessas informações.

Também foram levantadas informações sobre a negociação secundária de Cotas de FIDC nos mercados de renda fixa administrados pela BOVESPA – BOVESPA FIX e SOMA FIX – e sobre os investidores que mantêm suas cotas depositadas na Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC (empresa que presta o serviço de custódia e liquidação de títulos para a BOVESPA).

3.2 - MERCADOS DE CRÉDITO E DE CAPITAIS NO BRASIL

As empresas que necessitam captar recursos externos podem consegui-los de diferentes maneiras. Podem procurar um novo sócio que esteja disposto a injetar capital na empresa, por meio de uma operação privada de subscrição de ações. Também é possível captar esses recursos no mercado financeiro, por meio da tomada de um empréstimo bancário, ou ainda, a alternativa escolhida pode ser levantar os recursos no mercado de capitais, por meio da emissão de ações, de títulos de dívida ou operações de securitização de recebíveis.

A alternativa de financiamento escolhida pela empresa será aquela que apresenta as melhores condições, principalmente no que diz respeito aos custos de captação e aos prazos para vencimento. A seguir serão apresentados alguns números sobre as operações realizadas nos mercados de crédito bancário e de capitais brasileiros.

3.2.1 – NÚMEROS DO MERCADO DE CRÉDITO

A disponibilidade de recursos para o financiamento das empresas é, conforme apresentado anteriormente, um dos principais determinantes do nível de investimentos a ser realizado por estas. Em todo o mundo, uma das principais fontes de financiamento externo para as empresas é a tomada de empréstimos bancários. No caso de Brasil esse quadro não é diferente e o crédito bancário também possui um papel muito importante no financiamento das empresas, apesar do baixo volume apresentado por essas operações quando comparado com os montantes verificados em outras economias do mundo.

Conforme dados do Banco Central do Brasil – BCB (2006), o volume de crédito concedido pelo Sistema Financeiro Nacional como percentual do Produto Interno Bruto - PIB, passou de 26,2% em 2003, para 31,2% ao final de 2005. No entanto, mesmo com essa evolução esses valores mostram-se muito modestos, quando comparados aos de outros países, estejam estes classificados como desenvolvidos ou em desenvolvimento. Nos países do G-7 essa relação é superior a 120% do PIB, enquanto que nos países em desenvolvimento esse número varia um pouco mais, sendo verificados valores superiores a 50% em países como Chile e Hungria, e,

também, valores inferiores aos encontrados Brasil, como é o caso da Argentina e México (MEIRELES, 2006).

Focando a análise para as operações de crédito para Pessoas Jurídicas – empresas -, os números são ainda menores. No final de 2005, o saldo das operações de crédito com o uso de recursos livres totalizava R\$ 185,4 bilhões. Se forem incluídos os financiamentos concedidos diretamente pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e os repasses realizados por outras instituições financeiras²⁹, que totalizaram R\$ 124,1 bilhões, esse número salta para R\$ 309,5 bilhões (BCB, 2003).

TABELA 3.1 – OPERAÇÕES DE CRÉDITO NA MODALIDADE DESCONTO DE DUPLICATAS

Ano	Concessões (R\$ milhões)	Taxa de Juros (%)*	Prazo Médio (dias)
2001	42.516,85	47,52	36
2002	46.056,46	50,48	39
2003	57.739,49	52,75	31
2004	74.221,73	41,15	32
2005	83.361,13	42,91	32
Total	303.895,66	-	-
Média	-	46,96	34

* Operações prefixadas.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do BCB.

O Capítulo 2 do presente trabalho destaca uma modalidade de crédito às Pessoas Jurídicas que apresenta semelhanças com as operações de securitização de recebíveis. As operações de crédito com desconto de duplicatas. A Tabela 3.1 traz algumas das principais características das operações realizadas que envolveram essa modalidade de crédito ao longo dos últimos anos.

Uma análise dessa tabela permite verificar que, apesar das altas taxas de juros praticadas pelos bancos, que chegaram a atingir uma média de 44.3% a.a. no mês de outubro, a tomada de crédito por meio do desconto de duplicata saltou de R\$ 42,5 bilhões em 2001, para R\$ 83,4 bilhões em 2005, um aumento de 96,07% em 5 anos. Outra informação importante que pode ser retirada desta tabela é a característica de curto prazo dos recursos captados nessa modalidade de

²⁹ Inclui repasses da Finame.

crédito, uma vez que o prazo médio das operações foi de apenas 32 dias no ano de 2005, sendo que o prazo médio mais elevado pôde ser verificado no ano de 2002 e foi de 39 dias.

3.2.2 – NÚMEROS DO MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais é, historicamente, uma das principais fontes de *finance* e *funding* para as empresas. Os instrumentos de captação mais tradicionais desse mercado são as ações, as debêntures, que na maior parte das vezes representam operações de longo prazo, e as notas promissórias comerciais (NP), que possuem prazo máximo de 360 dias. Outra alternativa de financiamento, via mercado de capitais, é a securitização de recebíveis, por meio da emissão dos CRI ou de Cotas de FIDC.

TABELA 3.2 – OFERTAS PÚBLICAS PRIMÁRIAS NO MERCADO BRASILEIRO

Ano		Ações	CRI	Debêntures	FIDC	NP	Total
2001	R\$ milhões	1.353	223	15.162	-	5.266	22.004
	% no Total	6,15%	1,01%	68,90%	-	23,93%	100,00%
2002	R\$ milhões	1.050	143	14.636	200	3.876	19.905
	% no Total	5,28%	0,72%	73,53%	1,00%	19,47%	100,00%
2003	R\$ milhões	230	288	5.282	1.540	2.128	9.468
	% no Total	2,43%	3,04%	55,79%	16,27%	22,47%	100,00%
2004	R\$ milhões	4.470	403	9.614	5.089	2.241	21.817
	% no Total	20,49%	1,85%	44,07%	23,32%	10,27%	100,00%
2005	R\$ milhões	4.365	2.102	41.539	8.313	2.632	58.950
	% no Total	7,40%	3,57%	70,46%	14,10%	4,46%	100,00%
Total		11.468	3.159	86.233	15.142	16.143	132.145
% no Total		8,68%	2,39%	65,26%	11,46%	12,22%	100,00%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da CVM.

Com base em uma análise da Tabela 3.2, constata-se que as operações de securitização de recebíveis vêm ganhando espaço no mercado, tornado-se, cada vez mais, uma alternativa de financiamento para as empresas. Desde 2003, o volume captado por meio dos FIDC é superior ao montante das emissões de ações e das emissões de notas promissórias comerciais. Em 2005, as operações envolvendo FIDC totalizaram R\$ 8,3 bilhões, o que representa praticamente o dobro das emissões de ações e mais de três vezes o total das emissões de notas promissórias.

Comparados os anos de 2003 e 2005, o volume das ofertas públicas de cotas de FIDC apresentou um aumento de 440 %. São números expressivos que serão melhor explorados mais à frente. Por ora, vale destacar que nos últimos três anos o mercado de securitização foi uma alternativa de captação de recursos mais utilizada do que instrumentos tradicionais como ações e notas promissórias.

Nesse mesmo período, os outros instrumentos de captação do mercado de capitais, com exceção das notas promissórias comerciais, também apresentaram um crescimento expressivo. Isso pode indicar que o aumento do número e do volume das ofertas de FIDC pode estar sendo estimulado por um movimento de fortalecimento do mercado de capitais brasileiro como um todo. Contudo, não se pode ignorar o fato de que esses outros instrumentos possuem um histórico de mercado muito maior e, ainda assim, alguns deles já foram superados pelos FIDC.

No entanto, quando se compara o mercado de FIDC com as operações de crédito bancário, na modalidade de desconto de duplicatas, é possível verificar que a securitização ainda representa uma parcela muito pequena do mercado. No ano de 2005, o volume de ofertas de Cotas de FIDC representou apenas 9,97% do total de operações de desconto de duplicatas realizadas no mercado financeiro.

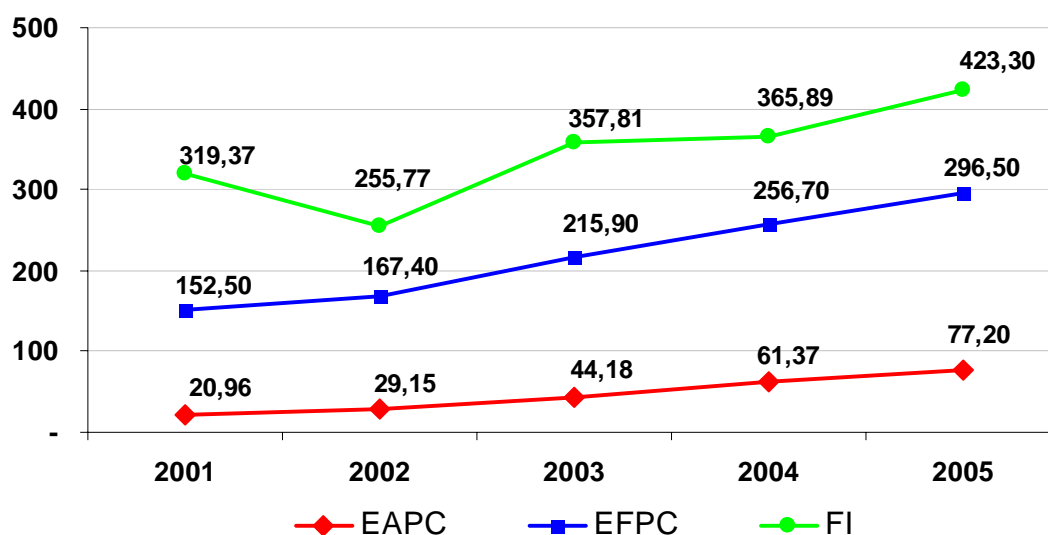
Se o lado da demanda por recursos no mercado de capitais está aquecido, como pôde ser visto acima, os ofertantes desses recursos, ou seja, os Investidores que subscrevem esses títulos também devem ter aumentado sua disposição em adquirir esses papéis. O Gráfico 3.1 traz a evolução do patrimônio de três dos principais investidores institucionais do mercado: os fundos de pensão – EAPC e EFPC – e os fundos de investimento³⁰. Uma análise desse gráfico permite constatar que o patrimônio desses investidores também tem apresentado forte crescimento, o que deve refletir em uma procura maior por títulos no mercado.

Ao final de 2005, a soma do patrimônio desses três investidores institucionais totalizava R\$ 797 bilhões. Considerando que as EAPC e as EFPC aplicam boa parte das suas carteiras em cotas de fundos de investimento, existe uma dupla contagem. Poderia, então, ser aplicado um

³⁰ No caso dos Fundos de Investimento, o Gráfico 3.1 considera apenas os Fundos de Renda Fixa e os Fundos Multimercados, visto que esses dois tipos de fundos, juntamente com os fundos exclusivos para investidores qualificados, são os únicos que podem adquirir Cotas de FIDC e de FIC FIDC.

corte conservador de 20% sobre esse total³¹, o que reduziria o valor para R\$ 638 bilhões, e ainda assim o valor continuaria sendo significativo.

GRÁFICO 3.1 – PATRIMÔNIO DOS PRINCIPAIS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS (R\$ BILHÕES)



Nota: EAPC - Entidades Abertas de Previdência Complementar; EFPC - Entidades Fechadas de Previdência Complementar; FI - Fundos de Investimento (inclui Fundos de Renda Fixa e Multimercado).

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da SPC, ANBID, e ANAPP.

O volume que esses investidores institucionais podem direcionar para os FIDC é muito superior ao estoque de Cotas existente no mercado, ao final de 2005. Considerando o fato de que é permitido que esses investidores direcionem até 10% de seus investimentos para a aquisição de Cotas de FIDC, chega-se ao valor de R\$ 63,8 bilhões. Isso representa, praticamente, quatro vezes mais que os R\$ 15,98 bilhões equivalentes à soma de todas as ofertas de FIDC realizadas até aquela data.

³¹ Em dezembro de 2005, as EFPC possuíam, aproximadamente, R\$ 83,4 bilhões aplicados em cotas de fundos de investimento do segmento de renda fixa, o que representava cerca de 28% de suas aplicações (SPC, 2005). Para as EAPC não foram encontradas essas informações, mas se forem aplicados os mesmos 28%, chega-se a um valor de R\$ 21,7 bilhões. A soma das aplicações dos fundos de pensão em cotas de fundos de investimento seria, então, de cerca de R\$ 105 bilhões, ou seja, 13% da soma dos patrimônios desses três investidores. Daí o fato de um corte de 20% no resultado dessa soma poder ser considerado conservador.

Dessa forma, barreiras regulamentares quanto às aplicações dos principais investidores institucionais do mercado não devem representar um obstáculo ao crescimento do mercado de FIDC. Pelo menos, não no curto prazo. A questão principal é, e continuará sendo, a atratividade associada a essas Cotas e a disposição desses Investidores em adquiri-las. Além disso, o aumento do interesse de outros Investidores, tais como as instituições financeiras e investidores estrangeiros, poderia estimular a demanda por essas Cotas.

3.3 - NÚMEROS DO MERCADO DE FIDC

Para facilitar a análise dos números do mercado de FIDC no período 2002-2005, as informações foram agrupadas, conforme segue: número de fundos ofertados no mercado; características dos recebíveis cedidos aos fundos, por segmento de origem e por tipo de lastro (performados ou não performados); prazos para resgate das cotas e prazos máximos para o vencimento dos recebíveis cedidos aos fundos; perfil das empresas que originaram e cederam recebíveis; transferência dos riscos associados aos ativos; e mercado secundário das Cotas emitidas pelos FIDC.

A partir da análise dessas informações, pretende-se descobrir as principais características dos FIDC estruturados e ofertados ao mercado nesse período.

3.3.1 – OPERAÇÕES REALIZADAS NO MERCADO

Os primeiros FIDC a serem estruturados foram ofertados no mercado apenas no final de 2002, mais especificamente no mês de dezembro daquele ano, um ano após a regulamentação expedida pela CVM. Algumas são as explicações possíveis para essa defasagem de tempo: a volatilidade verificada no mercado por conta dos problemas de marcação a mercado dos títulos que compunham as carteiras dos fundos de investimento; as incertezas causadas pelas mudanças no cenário político, por conta do início do mandato do novo presidente, em 2003, que afugentaram emissores e investidores do mercado de capitais; e a própria regulamentação dos FIDC que inicialmente impunham algumas limitações ao desenvolvimento desse mercado. Os

problemas verificados no cenário econômico e político foram superados ao longo do ano de 2003 e, em 22 julho, a CVM editou a Instrução nº 393, alterando a Instrução nº 356, que regulamenta a constituição, funcionamento e ofertas de Cotas de FIDC e FIC FIDC.

TABELA 3.3 – OFERTAS PÚBLICAS DE COTAS DE FIDC FECHADOS

Ano	Número de Ofertas	Número de Fundos	Novos Fundos	Volume	
				(R\$ milhões)	%
2002	4	3	3	200,00	-
2003	20	11	11	1.668,80	734,40%
2004	43	28	27	5.536,65	231,77%
2005	67	40	35	8.579,13	54,95%
Total	134	82	76	15.984,58	4189,56%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da CVM.

A Tabela 3.3 mostra a evolução verificada nesse mercado. No ano de 2002, mesmo com a primeira operação acontecendo apenas em dezembro, foram realizadas quatro ofertas públicas de Cotas emitidas por três FIDC diferentes, totalizando R\$ 200 milhões. No ano de 2003, 11 novos fundos vieram a mercado e registraram 20 ofertas públicas, com um volume total de R\$ 1,7 bilhão, o que representou um aumento de mais de 700 % no volume ofertado. Esse crescimento expressivo deve-se, principalmente, ao baixo volume captado no ano de 2002.

No ano de 2004, uma novidade pôde ser verificada, um FIDC voltou ao mercado e captou recursos pela segunda vez – 28 fundos captaram recursos no mercado, sendo que apenas 27 o faziam pela primeira vez. Em 2005 esse fato se repetiu, mas dessa vez foram cinco os fundos a fazerem isso.

Até o final de 2005, 76 FIDC fechados haviam realizado 134 ofertas públicas de Cotas no mercado de capitais. No total, foram ofertados R\$ 15,98 bilhões em Cotas para os investidores desse mercado.

3.3.2 – CARACTERÍSTICAS DOS RECEBÍVEIS CEDIDOS PARA OS FIDC

Conforme estabelecido no artigo 2º, inciso I, da Instrução CVM nº 356, os direitos creditórios (recebíveis) a serem cedidos aos FIDC podem ser originados em operações realizadas no segmento financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviço, ou outros a serem reconhecidos pela CVM.

As operações que estrearam o mercado em 2002 tinham como lastro recebíveis financeiros. Esse segmento continua sendo o que mais cedeu recebíveis para os FIDC. No período 2001-2005, 74 ofertas de Cotas de FIDC, que totalizam R\$ 3,87 bilhões, têm como lastro direitos creditórios originados no segmento financeiro, conforme dados contidos nas Tabelas 3.4 e 3.5. O segundo segmento que mais securitizou recebíveis foi o imobiliário, com um volume total de R\$ 2,5 bilhões. Porém, esse valor está concentrado em apenas 10 operações ofertadas no mercado nesse período.

TABELA 3.4 – OFERTAS DE FIDC FECHADOS POR SEGMENTO DOS RECEBÍVEIS (R\$ MILHÕES)

Ano	Comercial	FIC FIDC	Financeiro	Imobiliário	Mercantil	Serviços	Outros
2002	-	50	150	-	-	-	-
2003	856	-	125	405	260	-	-
2004	190	524	1.008	1.960	392	1.086	-
2005	1.136	700	2.584	84	716	2.760	600
Total	2.181,80	1.273,55	3.866,00	2.449,13	1.367,75	3.846,35	600,00

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da CVM, BOVESPA e ADMINISTRADORES.

Pode-se verificar a partir do cruzamento das informações constantes nas Tabelas 3.4 e 3.5 que os dois segmentos que apresentam a menor concentração das operações, ou seja, maior número de ofertas com volumes financeiros individualmente menores, são o financeiro e o mercantil, com volume médio por oferta de R\$ 52 milhões e R\$ 59 milhões, respectivamente. Já as emissões de FIDC lastreadas por recebíveis comerciais, imobiliários, e de serviços, apresentam volumes maiores individualmente, sendo que a maior média pode ser encontrada no setor de serviços, R\$ 549 milhões por oferta³².

³² Apenas um FIDC foi classificado no segmento outros. Trata-se do Mellon FIDC – Royalties do Petróleo que securitizou um fluxo de recebimentos de *royalties* detido pelo estado do Rio de Janeiro por conta da exploração de campos de petróleo na costa do estado.

TABELA 3.5 – NÚMERO DE OFERTAS DE FIDC FECHADOS POR SEGMENTO DOS RECEBÍVEIS

Ano	Comercial	FIC FIDC	Financeiro	Imobiliário	Mercantil	Serviços	Outros
2002	-	1	3	-	-	-	-
2003	4	-	7	3	5	-	-
2004	4	2	18	6	11	3	-
2005	6	2	46	1	7	4	1
Total	14	5	74	10	23	7	1

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da CVM, BOVESPA e ADMINISTRADORES.

Ainda analisando as características dos lastros dos FIDC ofertados no mercado, é possível verificar que as operações que securtizam recebíveis performados predominam. De acordo a Tabela 3.6, foram ofertadas 111 operações com essas características, que representam um volume financeiro de R\$ 9,9 bilhões, contra 8 operações com recebíveis não performados, que totalizam R\$ 3,44 bilhões. Outras 10 operações foram realizadas por fundos que podem adquirir os dois tipos de recebíveis, somando R\$ 0,97 bilhão.

TABELA 3.6 – OFERTAS DE FIDC FECHADOS POR TIPO DE LASTRO

Ano	Performados		Não Performados		Ambos	
	Ofertas	Volume (R\$ milhões)	Ofertas	Volume (R\$ milhões)	Ofertas	Volume (R\$ milhões)
2002	3	150,00	-	-	-	-
2003	16	1.241,30	1	105,00	2	300,00
2004	35	3.400,60	3	875,00	4	360,00
2005	57	5.112,50	4	2.460,00	4	306,63
Total	111	9.904,40	8	3.440,00	10	966,63

Nota: exclui as emissões de FIC FIDC.

Fonte: Elaborado autor a partir de dados da CVM, BOVESPA e ADMINISTRADORES.

O fato de as operações com recebíveis performados predominarem pode indicar que ainda há algum tipo de restrição, por parte dos Investidores, com relação aos tipos de riscos oferecidos pelos FIDC não performados. Os dois tipos de riscos encontrados, especificamente, nessas operações são: o risco de performance da Empresa Originadora, visto que a prestação de serviços ou as vendas que originaram os recebíveis ainda não foram finalizadas, e o risco regulamentar que também pode vir a afetar as atividades da Empresa Originadora, comprometendo a sua performance.

Apesar dos recursos captados por meio da securitização de recebíveis poderem ser empregados pelas empresas da maneira que estas acharem mais produtivo, como por exemplo, em capital de giro, no abatimento de dívidas ou em investimentos, as operações envolvendo direitos creditórios não performados apresentam características diferenciadas. Em operações que envolvem a implantação de um novo projeto da empresa, os recursos necessários para esse investimento poderiam ser captados por meio da securitização do fluxo de receitas adicionais que esse novo investimento proporcionará. O aumento do volume das operações envolvendo recebíveis não performados poderia, então, ter grande importância para as empresas que necessitam captar recursos para novos investimentos.

3.3.3 – PRAZOS DAS OPERAÇÕES

Quando uma operação envolvendo um FIDC é lançada no mercado, há três tipos de prazos distintos que devem ter sido levados em consideração quando operação é estruturada: o prazo de duração do fundo, que determina o período de atividades deste; o prazo para resgate das cotas, que indica qual o prazo da aplicação; e os prazos mínimo e máximo dos recebíveis que serão cedidos ao fundo, que, por sua vez, que por sua vez estabelece os prazos dos “financiamentos” da empresa, ou seja, os prazos da antecipação de recursos.

TABELA 3.7 – PRAZOS DAS SÉRIES E CLASSES DE COTAS DE FIDC OFERTADAS NO MERCADO

Ano	<= 2 anos		> 2 e <= 3 anos		> 3 anos	
	Ofertas	Volume (R\$ milhões)	Ofertas	Volume (R\$ milhões)	Ofertas	Volume (R\$ milhões)
2002	2	100,00	-	-	1	50,00
2003	6	112,50	6	642,50	7	891,30
2004	8	159,25	20	1.548,50	14	2.927,85
2005	13	896,45	37	3.118,75	15	3.863,93
Total	29	1.268,20	63	5.309,75	37	7.733,08

Nota: Exclui as emissões de FIC FIDC.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da CVM, BOVESPA e ADMINISTRADORES.

Cada classe ou série de cotas ofertada no mercado implica um registro de distribuição pública na CVM. A Tabela 3.7 divide as operações de acordo com os prazos das séries e classes. Em termos de volume financeiro, 54% das operações possuem prazo para resgate superior a 3 anos, o equivalente a R\$ 7,7 bilhões, contra apenas 9% que possuem prazo inferior a 2 anos. Os 37% restantes possuem prazos entre 2 e 3 anos.

Quanto aos prazos de vencimento dos recebíveis, normalmente, os critérios de elegibilidade dos direitos creditórios, estabelecidos no regulamento do fundo, determinam quais os prazos mínimo e máximo dos ativos que serão adquiridos pelo FIDC. Esse é o prazo real da antecipação de recursos proporcionada à Empresa Originadora, o que, em outras palavras, significa dizer que é o prazo de cada operação de financiamento para a empresa.

TABELA 3.8 – PRAZOS MÁXIMOS DOS RECEBÍVEIS CEDIDOS AOS FIDC

Ano	<= 1 ano		> 1 e <= 2 anos		> 2 anos	
	Ofertas	Volume (R\$ milhões)	Ofertas	Volume (R\$ milhões)	Ofertas	Volume (R\$ milhões)
2002	-	-	2	100,00	1	50,00
2003	7	1.056,30	7	125,00	5	465,00
2004	17	1.086,75	2	182,50	23	3.366,35
2005	12	1.934,00	3	680,00	50	5.265,13
Total	36	4.077,05	14	1.087,50	79	9.146,48

Nota: Exclui as emissões de FIC FIDC.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da CVM, BOVESPA e ADMINISTRADORES.

A partir da análise dos critérios de elegibilidade dos direitos creditórios previstos nos regulamentos dos fundos, a Tabela 3.8 divide as operações realizadas no mercado de acordo com o prazo máximo dos recebíveis. Em 64% das operações, o equivalente a R\$ 9,14 bilhões, o prazo máximo dos recebíveis é superior a 2 anos, indicando que a maior parte dos fundos não prevê a aquisição de um fluxo revolvente de recebíveis.

Esses números mostram que, para a maior parte das operações, as antecipações de caixa proporcionadas pela securitização de recebíveis representam financiamentos de médio e longo prazos para a Empresa Originadora. Somando a isto, as operações com fluxo revolvente de direitos creditórios, constata-se que os FIDC podem oferecer para as empresas não só recursos de

finance mas, principalmente, recursos de *funding*. Ao estruturar os fundos de acordo com suas necessidades, as empresas podem consolidar os prazos do seu ativo com os prazos do seu passivo, evitando, assim, problemas de fragilidade financeira.

Essa característica dos FIDC que ofertaram Cotas no mercado contrasta com as operações de desconto de duplicatas realizadas no setor bancário. Enquanto que as operações realizadas pelos bancos apresentaram um prazo médio de 34 dias no período 2001-2005, conforme dados da Tabela 3.1, cerca de 64% dos fundos ofertados nesse mesmo período previam a aquisição de recebíveis com prazo máximo superior a 2 anos. Essa constatação evidencia que, em termos de prazo, a securitização de recebíveis tem se mostrado mais vantajosa para as empresas, em comparação com a tomada de crédito por meio do desconto de duplicatas.

3.3.4 – PERFIL DAS EMPRESAS ORIGINADORAS DOS RECEBÍVEIS

Conforme apresentado anteriormente, uma vantagem oferecida pela securitização de recebíveis frente aos outros títulos disponíveis no mercado de capitais, é permitir que empresas não registradas como companhias abertas na CVM possam captar recursos nesse mercado. No entanto, a estruturação de um FIDC e a posterior oferta das Cotas aos Investidores representam custos para as empresas que estão “patrocinando” a operação³³.

TABELA 3.9 – OFERTAS DE FIDC – POR TIPO DE EMPRESA ORIGINADORA

Ano	Multicedentes		Companhia Aberta		Outras			
	Ofertas	Volume (R\$ milhões)	Ofertas	Volume (R\$ milhões)	Controle Nacional		Controle Estrangeiro	
					Ofertas	Volume (R\$ milhões)	Ofertas	Volume (R\$ milhões)
2002	-	-	3	150,00	-	-	-	-
2003	2	300,00	8	1.131,30	7	155,00	2	60,00
2004	9	1.007,25	23	2.315,85	10	1.312,50	-	-
2005	9	1.354,63	40	4.554,50	14	832,00	2	1.138,00
Total	20	2.661,88	74	8.151,65	31	2.299,50	4	1.198,00

Nota: Exclui as emissões de FIC FIDC.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da CVM, BOVESPA e ADMINISTRADORES.

³³ De acordo com dados da IntegralTrust (2005), os custos totais para estruturação, manutenção e posterior cessão dos direitos creditórios ficaria em torno de 3,70% ao ano acrescida variação acumulada da Taxa DI.

Alguns desses custos partem de um patamar mínimo, o que significa dizer que operações muito pequenas acabam tornando-se economicamente inviáveis. Esse ponto afeta diretamente as pequenas e médias empresas, que não têm acesso ao mercado de capitais e são as que mais sofrem com os custos e condições impostos pelos bancos para a concessão de crédito. Uma maneira de tornar a securitização de recebíveis uma alternativa de financiamento acessível para esse grupo de empresas é a constituição de FIDC multicedentes.

Os fundos multicedentes podem adquirir ativos originados por diferentes empresas, as quais, normalmente, possuem características parecidas entre si, como por exemplo, o setor de atuação. A vantagem desse tipo de estrutura é que as empresas dividem os custos da operação. Essa alternativa, no entanto, não tem sido muito utilizada pelo mercado.

TABELA 3.10 – VOLUME MÉDIO DAS OFERTAS DE FIDC - POR TIPO DE EMPRESA ORIGINADORA

Ano	Multicedentes		Companhia Aberta		Outras			
	Ofertas	Volume Médio (R\$ milhões)	Ofertas	Volume Médio (R\$ milhões)	Controle Nacional Ofertas	Controle Nacional Volume Médio (R\$ milhões)	Controle Estrangeiro Ofertas	Controle Estrangeiro Volume Médio (R\$ milhões)
2002	-	-	3	50,00	-	-	-	-
2003	2	150,00	8	141,41	7	22,14	2	30,00
2004	9	111,92	23	100,69	10	131,25	-	-
2005	9	150,51	40	113,86	14	59,43	2	569,00
Total	20	103,11	74	101,49	31	53,21	4	149,75

Nota: Exclui as emissões de FIC FIDC.

Fonte: Elaboração pelo autor a partir de dados da CVM, BOVESPA e ADMINISTRADORES.

As Tabelas 3.9 e 3.10 classificam as operações ofertadas no mercado de acordo com o tipo de Empresa Originadora. Verifica-se que 57% dos FIDC, ou R\$ 8,15 bilhões, tem como lastro ativos originados por companhias abertas³⁴. Os outros 43% estão divididos entre os fundos lastreados em recebíveis de outros tipos empresas, o equivalente a 24%, e fundos multicedentes que representam, apenas, 19% do total.

³⁴ De acordo com informações da CVM, no final de 2005 existiam apenas 621 empresas com registro de companhia aberta no Brasil.

O grupo de fundos que não possui companhias abertas como originadoras dos recebíveis e que totaliza R\$ 3,5 bilhões, está dividido em dois subgrupos: Empresas Originadoras com controle nacional e com controle estrangeiro. Entre desse grupo, 66% das operações estão lastreadas em recebíveis de empresas brasileiras e os 34% restante em ativos de empresas multinacionais.

O grupo que representa as ofertas com os menores volumes médios individuais, de acordo com a Tabela 3.10, é o formado por Empresas Originadoras nacionais, não constituídas como companhias abertas, cujo valor médio das operações é de R\$ 53,21 milhões. Essas empresas, teoricamente, geram um volume de receitas inferior ao das companhias abertas e, conseqüentemente, possuem uma quantidade menor de ativos passíveis de securitização, o que pode ser constatado pelo volume das ofertas realizadas.

O que se pode concluir dos dados apresentados no 3.3.4 é que o acesso ao mercado de capitais para empresas não constituídas como companhias abertas, viabilizado pela securitização de recebíveis, não tem beneficiado de maneira significativa as pequenas e médias empresas brasileiras. Tomando como base a operações realizadas no mercado, não se pode dizer que a securitização de recebíveis, por meio do FIDC, é uma opção real de captação de *finance* e de *funding* para esse grupo de empresas.

3.3.5 – TRANSFERÊNCIA DE RISCO DE CRÉDITO

Uma característica das operações de securitização de recebíveis é possibilitar que a empresa que está se financiando por meio da cessão de direitos creditórios possa, também, transferir para o risco de crédito associado a esses ativos. No entanto, com o objetivo de atrair um número maior de Investidores e reduzir os custos de captação, a Empresa Originadora pode incluir na estrutura do FIDC alguns mecanismos mitigadores de risco que servem como uma segurança a mais para os cotistas do fundo. Os dois principais mecanismos utilizados pelas empresas com esse objetivo são: a subordinação e coobrigação.

Quando a estrutura do fundo prevê a emissão de cotas subordinadas, os Investidores e as Agências de *Rating* a vêem como uma forma de redução do risco da operação. Acontece que, na

maior parte das vezes, as cotas subordinadas são adquiridas pela própria Empresa Originadora. A implicação disso é que o risco de crédito dos ativos acaba não sendo transferido para os cotistas do fundo, permanecendo com a Empresa Originadora. A Tabela 3.11 evidencia que essa situação ocorre na maior parte dos fundos que foram ofertados no mercado.

TABELA 3.11 – OFERTAS DE DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA DE FIDC – POR CLASSE DE COTAS

Ano	Cotas Seniores		Cotas Subordinadas		Subordinação
	Ofertas	Volume (R\$ milhões)	Ofertas	Volume (R\$ milhões)	Média (%)
2002	2	125,00	1	25,00	16,67
2003	16	1.593,80	3	52,50	20,05
2004	35	4.493,10	7	142,50	18,69
2005	58	7.846,63	7	32,50	16,70
Total	111	14.058,53	18	252,50	
Média	-	-	-	-	17,84

Nota: Exclui as emissões de FIC FIDC.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da CVM, BOVESPA e ADMINISTRADORES.

Durante o período 2002-2005, foram feitas 111 ofertas de Cotas seniores, que totalizaram R\$ 14,05 bilhões. Enquanto houve apenas 18 ofertas de Cotas subordinadas, representando R\$ 0,25 bilhão. Isso quer dizer que as Cotas subordinadas representaram 1,72% do total ofertado, embora, nesse mesmo período, o nível médio de subordinação dos FIDC tenha sido de 17,84%, muito superior ao montante de Cotas subordinadas ofertadas publicamente no mercado.

O fato de que a maior parte das Cotas subordinadas não tenha sido objeto de distribuição pública evidencia a ausência de esforço de venda para Investidores. Isso significa que a subscrição dessas Cotas ocorreu de forma privada, na qual os subscritores, muito provavelmente, foram as próprias Empresas Originadoras, ou pessoas, ou empresas ligadas a estas.

O outro mecanismo mitigador de riscos incluído com certa frequência nas estruturas dos FIDC é a coobrigação, assumida pela Empresa Originadora em casos de inadimplência dos recebíveis cedidos ao fundo. A Tabela 3.12 mostra que 71% das operações, o equivalente a R\$ 10,13 bilhões, não contava com esse tipo de mecanismo. Os demais fundos estão divididos em operações com coobrigação total ou parcial, sendo que no segundo caso, em algumas situações é

a empresa que possui a opção, enquanto, em outros, essa escolha fica a cargo do Administrador no momento da aquisição dos recebíveis.

TABELA 3.12 – OFERTAS DE DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA DE FIDC – COBRIGAÇÃO DOS ORIGINADORES

Ano	Sem Coobrigação		Com Coobrigação		Coobrigação Parcial	
	Ofertas	Volume (R\$ milhões)	Ofertas	Volume (R\$ milhões)	Ofertas	Volume (R\$ milhões)
2002	1	50,00	-	-	2	100,00
2003	18	1.446,30	-	-	1	200,00
2004	26	3.115,75	6	791,35	10	728,50
2005	52	5.515,63	8	1.300,50	5	1.063,00
Total	97	10.127,68	14	2.091,85	18	2.091,50

Nota: Exclui as emissões de FIC FIDC.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da CVM, BOVESPA e ADMINISTRADORES.

O que se evidencia é que na maior parte das operações a empresa que está se financiando acaba retendo o risco de crédito dos recebíveis que foram cedidos aos FIDC, não o transferindo aos Investidores do mercado de capitais. O mecanismo mais utilizado para isso é a subscrição de Cotas subordinadas, sendo que a inclusão de coobrigações também está presente em algumas operações.

A não transferência do risco de crédito da carteira de recebíveis para os Investidores do mercado impede que a Empresa Originadora se beneficie de uma vantagem oferecida pela securitização de recebíveis. Isto quer dizer que o nível de inadimplência dos ativos securitizados permanecerá influenciando o fluxo de receitas futuras da empresa que continuará a ser uma variável de fragilidade financeira, coisa que não aconteceria se a transferência de risco tivesse sido realizada.

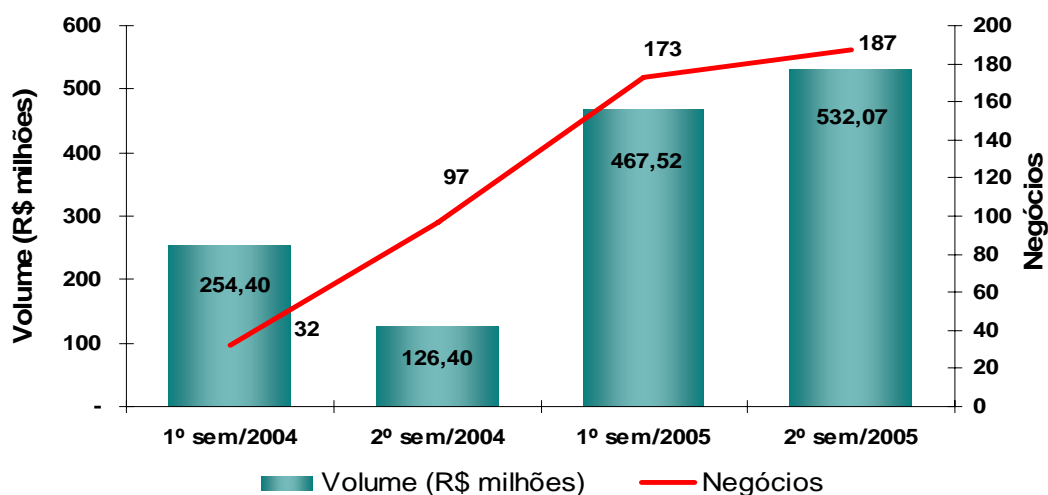
3.3.6 – MERCADO SECUNDÁRIO DAS COTAS DE FIDC

A liquidez de um título no mercado secundário é um dos fatores de maior peso nas decisões de investimento por parte dos ofertantes de recursos. Os primeiros negócios secundários

envolvendo Cotas de FIDC realizados em bolsa de valores e mercado de balcão organizado aconteceram, apenas, a partir de 2004 nos mercados administrados pela BOVESPA – BOVESPA FIX e SOMA FIX. Nestes dois anos, a negociação desses títulos tem apresentado uma evolução, tanto em número de negócios quanto em volume.

De acordo com os dados apresentados no Gráfico 3.3, o mercado secundário de Cotas de FIDC movimentou R\$ 1,38 bilhão, em 489 negócios realizados, até o final de 2005. Fazendo uma análise semestral, o número de negócios vem crescendo em cada um desses períodos. O volume negociado, por sua vez, com exceção do segundo semestre de 2004 quando foi verificada uma queda, também tem apresentado uma evolução.

GRÁFICO 3.3 – MERCADO SECUNDÁRIO DE COTAS DE FIDC

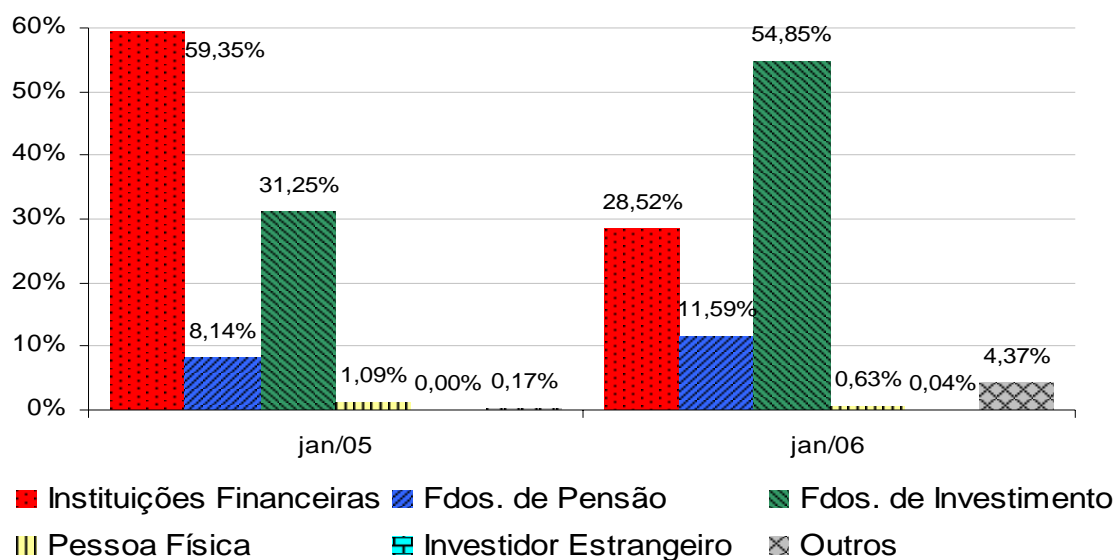


Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da BOVESPA.

O Gráfico 3.4 mostra quem são os investidores que estão adquirindo as Cotas de FIDC, tanto no mercado primário como no secundário. Em janeiro de 2005, os maiores investidores nesses papéis eram as instituições financeiras, com 59,35% do total de ativos depositados na Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC (instituição que presta os serviços de custódia e liquidação para os títulos negociados na BOVESPA), seguidos pelos fundos de investimento que detinham 31,25% do total. Em janeiro de 2006, esse quadro se inverteu e os

fundos de investimento passaram a ser os principais detentores desses títulos, com 54,85%, contra 28,52% das instituições financeiras.

GRÁFICO 3.4 – VOLUME DE APLICAÇÕES EM COTAS DE FIDC - POR TIPO DE INVESTIDOR



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da CBLC.

O aumento das aplicações dos fundos de investimento em Cotas de FIDC pode ser uma das explicações para a elevação do volume da negociação secundária desses papéis. Outra constatação a partir da análise das informações contidas no Gráfico 3.4 é quase ausência dos investidores estrangeiros nesses fundos. Em janeiro de 2006, apenas 0,04% do total estava nas mãos de investidores não residentes.

CONCLUSÕES

O problema da falta de mecanismos privados de financiamento tem se perpetuado há décadas na economia brasileira e constitui um dos principais obstáculos a serem superados por empresas que decidem colocar em prática algum novo projeto de investimento, ou então, que precisam de recursos externos para manter suas atividades em momentos de falta de liquidez. O objetivo deste estudo foi mostrar de que forma a securitização de recebíveis, a partir do surgimento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC, tem contribuído para preencher essa lacuna presente nos mercados financeiro e de capitais, colocando-se como uma alternativa de financiamento para as empresas.

Com o propósito de entender melhor a problemática envolvida nas operações de financiamento e fundamentar a argumentação que foi apresentada ao longo deste trabalho, foram apresentadas as contribuições de autores alinhados às correntes do pensamento econômico denominadas pós-keynesiana e novo-keynesiana.

Com relação aos autores pós-keynesianos, a análise focou-se nas teorias que abordam a preferência pela liquidez e que contribuíram para o desenvolvimento e entendimento do circuito monetário (*finance-investimento-poupança-funding*), e, também, a contribuição de Minsky que destaca a influência da fragilidade financeira, provocada pela incerteza e pelo descasamento de prazos entre o ativo e o passivo das empresas. Quanto aos autores novo-keynesianos, a análise concentrou-se no estudo do problema da assimetria de informações existente entre os demandantes e ofertantes de recursos, que leva ao racionamento no mercado de crédito.

O desenvolvimento das operações de securitização de recebíveis, mais especificamente dos FIDC, coloca esse instrumento como uma alternativa de financiamento que pode ser utilizado para captar recursos caracterizados como *finance* e *funding*, podendo, dessa forma, amenizar o problema da fragilidade financeira que atinge as empresas. Isso porque possibilita a consolidação dos prazos dos recursos captados com os das receitas esperadas e também pela redução da incerteza quanto ao fluxo futuro de receitas esperadas, já que os direitos creditórios e seus respectivos riscos de crédito são transferidos para Investidores do mercado.

O FIDC também se coloca como uma alternativa ao crédito, de maneira a reduzir os impactos de eventuais racionamentos impostos pelos bancos. A relação entre as empresas, como demandantes de recursos, e os bancos é marcada pela presença de assimetrias de informações que pode levar à existência de problemas de seleção adversa e risco moral, influenciando a política de crédito dos bancos.

Dadas as exigências regulamentares e as próprias características da operação, que prevê a participação de diferentes instituições na estrutura e um nível maior de transparência das informações e dos procedimentos realizados pelo fundo, o problema da assimetria de informações presente na relação entre ofertantes e demandantes de recursos - Investidores e empresas - é amenizado, de forma a reduzir o racionamento nesse mercado. Além disso, por possibilitar a captação de recursos sem um aumento no nível de endividamento, a securitização de recebíveis não eleva o risco de falência da empresa; assim, a situação da empresa perante a análise dos bancos não apresentará nenhuma piora.

Além de possibilitar a captação de recursos, outra característica da securitização de recebíveis é a possibilidade de a empresa transferir o risco de crédito associado aos direitos creditórios para Investidores do mercado de capitais, por meio da securitização desses ativos. Uma vantagem associada a essa característica é a possibilidade de redução da incerteza que atinge a empresa, uma vez que o fluxo de recursos esperados terá sido antecipado.

Esse estudo partiu da hipótese de que, apesar do grande crescimento verificado nas operações de FIDC ofertadas no mercado, o universo de empresas que se beneficiam desse instrumento ainda é restrito. Apenas grandes empresas ou grupos empresariais estariam se beneficiando dessa forma de captação de recursos. Para verificar essa hipótese, foi feito um levantamento de informações sobre os mercados de crédito e de capitais brasileiro e sobre as operações realizadas no período que vai de 2002, ano em que o primeiro fundo foi lançado no mercado, até o final de 2005. Algumas conclusões foram tiradas a partir da análise dessas informações.

Nos últimos cinco anos, o mercado de capitais brasileiro apresentou um forte crescimento, o que pode ser verificado pelo volume das emissões de valores mobiliários e, também, pelo patrimônio dos principais investidores institucionais. Junto com instrumentos tradicionais de

captação, como ações e debêntures, os FIDC têm se destacado, apresentando grande evolução em comparação com esses outros instrumentos.

No que diz respeito à procura, essa expansão pode se manter pelos próximos anos, uma vez que os principais compradores de Cotas de FIDC, os investidores institucionais, ainda investem um volume muito inferior às suas limitações regulamentares para aquisição desses títulos. No entanto, a procura por essas Cotas pode ser afetada pelo baixo número de negócios secundários envolvendo esses papéis, visto que a liquidez é um dos fatores que possui o maior peso na decisão dos Investidores.

Apesar do crescimento acelerado e de já ter superado alguns instrumentos tradicionais do mercado de capitais, o volume das operações envolvendo FIDC ainda é baixo, quando comparado com as operações de crédito bancário. No ano de 2005, o volume de ofertas de Cotas desses fundos representou apenas 9,97% do total de operações de desconto de duplicatas realizadas no mercado financeiro.

Esses fundos também têm sido pouco utilizados por pequenas e médias empresas, que são as que mais sofrem com a falta de financiamento, visto que no período analisado 57% do volume das operações estavam lastreadas em recebíveis originados e cedidos por companhias abertas, e outros 8,4% em ativos de empresas multinacionais. Apenas 16,07% das operações estavam lastreadas em ativos cedidos por empresas brasileiras não constituídas como companhias abertas e os fundos multicedentes, que poderiam beneficiar pequenas e médias empresas, uma vez que permite que os custos da operação sejam distribuídos entre as empresas, representam, apenas, 16,1% do volume total. No entanto, merece destaque o fato de que empresas de diferentes segmentos da economia realizaram operações como estas, com destaque para os setores financeiros e de serviços que juntos representam 49,5% do total de ofertas realizadas.

As operações de securitização de fluxo futuro, que poderiam viabilizar projetos de investimento, também ocupam uma parcela pequena do mercado. Apenas 8 operações desse tipo foram realizadas, o que representa um volume de R\$ 3,44 milhões. Isso mostra que ainda há algum tipo de restrição quanto aos riscos presentes nessas operações.

Outra constatação é que a maior parte dos FIDC ofertados no mercado tem possibilitado a captação de recursos de médio e longo prazos. Mais de 90% das séries e classes de Cotas ofertadas possui prazo de resgate superior a dois anos, enquanto 70,4% dos fundos prevê a aquisição de recebíveis com prazo máximo de vencimento acima de um ano. Esses números ganham maior relevância quando comparados com as operações de desconto de duplicatas que no período 2001-2005 apresentaram um prazo médio de apenas 34 dias.

A possibilidade de transferência do risco de crédito associado aos ativos securitizados não vem acontecendo na maior parte dos FIDC. Na grande maioria das operações, a Empresa Originadora e cedente dos recebíveis retêm o risco associado a estes, por meio da aquisição de Cotas subordinadas ou pela cessão dos recebíveis com coobrigação. Isto significa que, apesar de a securitização de recebíveis poder proporcionar uma redução da incerteza quanto ao fluxo de receitas esperadas, as empresas não têm se beneficiado disso.

Após a realização de diferentes análises sobre as características dos FIDC ofertados no mercado durante o período 2002-2005, pode-se concluir que: apesar da significativa expansão verificada nesses anos, essa alternativa de captação de recursos ainda não é acessível para a maior parte das empresas, sendo utilizada com maior frequência pelas companhias abertas, e apresenta valores apenas residuais, quando comparadas com o desconto de duplicatas; algumas estruturas possíveis, como é o caso dos FIDC multicedentes e da securitização de fluxo futuro, que beneficiariam pequenas e médias empresas e projetos de investimento, ainda representam uma parcela pequena do total do mercado; as operações realizadas podem ser classificadas como captação de recursos de médio e longo prazo, o que é um ponto positivo e apresenta vantagens sobre o desconto de duplicatas oferecido pelos bancos; e a transferência de risco, da empresa para investidores do mercado não tem ocorrido na maior parte dos fundos.

REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO

ALMEIDA, Marcelo P. *A securitização de recebíveis como alternativa ao racionamento de crédito: uma análise do fundo de investimento em direitos creditórios*. 2005. 98 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

AMADEO, Edward; DUTT, Amitava K. Os keynesianos neo-ricardianos e os pós-keynesianos. In: LIMA, Gilberto T., SICSÚ, João (Orgs.). *Macroeconomia do emprego e da renda: Keynes e o keynesianismo*. Barueri: Manole, 2003. p. 77-144.

ANAPP – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PREVIDÊNCIA PRIVADA. Dados estatísticos – março de 2006. Disponível em: <<http://www.anapp.com.br/Site/830/12823.aspx>>. Acesso em: 25 de agosto de 2006.

ANBID – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. Evolução do patrimônio líquido dos fundos de investimento no Brasil – julho de 2006. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/institucional/estatisticas_mensais_download/series_historicas/FDO_HIST_PL.zip>. Acesso em: 25 de agosto de 2006.

ANDIMA - ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. *Produtos de captação: FIDC: Fundo de investimento em direitos creditórios*. Rio de Janeiro: Andima/Cetip, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado financeiro. São Paulo: Atlas, 2001. p. 111-121.

ARNOTT, Richard, GREENWALD, Bruce C., STIGLITZ, Joseph E.. Information and economic efficiency. In: *National Bureau of Economic Research*, 1993, Working Paper n. 4.533. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w4533>>. Acesso em: 2 de janeiro de 2006.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Notas econômico-financeiras para a imprensa – 23.08.2006. Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br/?ECOIMPOM>>. Acesso em: 24 de agosto de 2006

BRAGA, José C.; CINTRA, Marcos A. M. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando norte-americano. In: FIORI, J.L. (Org.) *O Poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 253-307.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ação. Disponível em: <<http://www6.senado.gov.br/sicon/PreparaPesquisaLegislacao.action>>. Acesso em: 1 de agosto de 2006.

_____. Lei n. 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. Disponível em:

<<http://www6.senado.gov.br/sicon/PreparaPesquisaLegislacao.action>>. Acesso em: 1 de agosto de 2006.

_____. Conselho Monetário Nacional. 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. Resolução n. 2.907, de 29 de novembro de 2001. Disponível em: <<http://www5.bcb.gov.br/normativos/detalhamentocorreio.asp?>>. Acesso em: 1 de agosto de 2006.

_____. Conselho Monetário Nacional. Altera e consolida as normas que disciplinam a aplicação dos recursos das reservas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras, das sociedades de capitalização e das entidades abertas de previdência complementar, bem como a aceitação dos ativos correspondentes como garantidores. Resolução n. 3.034, de 30 de outubro de 2002.

Disponível em:

<<http://www5.bcb.gov.br/normativos/detalhamentocorreio.asp?N=102181555&C=3034&ASS=R ESOLUCAO+3.034>>. Acesso em: 1 de agosto de 2006.

_____. Conselho Monetário Nacional. Altera e consolida as normas que estabelecem as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar. Resolução n. 3.121, de 29 de setembro de 2003. Disponível em: <<http://www5.bcb.gov.br/normativos/detalhamentocorreio.asp?N=103134234&C=3121&ASS=R ESOLUCAO+3.121>>. Acesso em: 1 de agosto de 2006.

CANUTO, Otaviano; FERREIRA Jr, Reynaldo R. Assimetria de informação e ciclos econômicos: Stiglitz é keynesiano?. In: LIMA, Gilberto T., SICSÚ, João (Orgs.). *Macroeconomia do emprego e da renda: Keynes e o keynesianismo*. Barueri: Manole, 2003. p. 181-229.

CARVALHO, Fernando J. C. Políticas econômicas para economias monetárias. LIMA, Gilberto T.; SICSÚ, João.; DE PAULA, Luiz. F. (Orgs.) *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campos, 1999. p. 151-170.

CARVALHO, Fernando J. C. et al. *Economia monetária e financeira*. Rio de Janeiro: Campos, 2003. p. 379-407.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimentos em direitos creditórios. Instrução n. 356, de 17 de dezembro de 2001. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=\inst\inst356.htm>>. Acesso em: 1 de agosto de 2006

_____. 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. Instrução n. 393, de 22 de julho de 2003. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=\inst\inst393.htm>>. Acesso em: 1 de agosto de 2006.

_____. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Instrução n. 409, de 18 de agosto de 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=\inst\inst409.htm>>. Acesso em: 1 de agosto de 2006.

_____. *Informativo CVM –Julho de 2006*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/redir.asp?submenu=/port/public/submenu.asp&submain=/port/public/ASE/icvm/informexterno.asp>>. Acesso em: 25 de agosto de 2006.

DAVIDSON, Paul. *Finance, funding, saving and investment*. In: *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall, v. 9, n.1, p. 101-110, 1986.

_____. Resgatando a revolução keynesiana. In: LIMA, Gilberto T., SICSÚ, João (Orgs.). *Macroeconomia do emprego e da renda: Keynes e o keynesianismo*. Barueri: Manole, 2003. p. 3-28.

FERRARI FILHO, Fernando. “Keynesianos”, monetaristas, novos-clássicos e novos-keynesianos: uma leitura pós-keynesiana. In: LIMA, Gilberto T., SICSÚ, João (Orgs.). *Macroeconomia do emprego e da renda: Keynes e o keynesianismo*. Barueri: Manole, 2003. p. 273-298.

GAGGINI, F.S. *Securitização de Recebíveis*. São Paulo: Livraria e Editora Universitário de Direito, 2003.

GIAMBIAGI, Fábio. Restrições ao crescimento da economia brasileira: uma visão de longo prazo. In: *Textos para Discussão do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 94, mai. 2002.

GREENWALD, Bruce C.; STIGLITZ, Joseph E. Asymmetric information and the new theory of the firm: financial constraints and risk behavior. In: *National Bureau of Economic Research*, 1990, Working Paper n. 3.359. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w3359>>. Acesso em: 2 de janeiro de 2006.

GREENWALD, Bruce C.; STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, Andrew. Informational imperfections on the capital market and macro-economic fluctuations. In: *National Bureau of Economic Research*, 1984, Working Paper n. 1.335. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w1335>>. Acesso em: 2 de janeiro de 2006.

HELLMANN, Thomas; STIGLITZ, Joseph E. Credit and equity rationing in markets with adverse selection. In: *European Economic Review*, n. 44, p. 281-304, 2000

HERMANN, Jennifer. Financiamento de Longo Prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: SICSÚ, João; OREIRO, José L.; DE PAULA, Luiz Fernando de (Orgs.) *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri: Manole, 2003. p. 241-293.

_____. O Modelo de racionamento de crédito e a política monetária novo-keynesiana: uma análise crítica. In: LIMA, Gilberto T.; SICSÚ, João (Orgs.). *Macroeconomia do Emprego e da Renda: Keynes e o Keynesianismo*. Barueri: Manole, 2003. p. 181-229.

HILLBRECHT, Ronald. *Economia monetária*. São Paulo: Atlas, 1999. p. 83-112.

INTEGRAL TRUST. Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC: como viabilizar os fatores operacionais e mercadológicos dos fundos de recebíveis para empresas de capital aberto e fechado. São Paulo: Seminário Mission, 2005. 48 slides, color.

JACOB, Cláudio A. *Crédito bancário no Brasil: uma interpretação heterodoxa*. 2003. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

JAFFEE, Dwight M.; RUSSEL, Thomas. Imperfect information, uncertainty and credit rationing. In: *Quarterly Journal of Economics*, Local, v. 90, n. 4, p. 651-666, nov. 1976.

KEYNES, John M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. 2ª ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

MAGALHÃES, Matheus. Explicando o ciclo de negócios. In: *Economia Aplicada*, São Paulo, v. 4, n. 1, p.157-189, jan./mar. 2000.

MANKIWI, N. G. *Macroeconomia*. São Paulo: LTC, 1997.

MEIRELES, Henrique C. *Brasil: o desafio do crescimento*. Rio de Janeiro: Banco Central do Brasil, 2006. 31 slides, color. Disponível em: <www.bcb.gov.br/?APRES2006009>. Acesso em: 24 de agosto de 2006.

MINSKY, Hyman P. Financiamento e Lucros. In: *Cadernos Ange: Textos Didáticos*, Rio de Janeiro, v. 2, 1992.

MOODY'S INVESTOR SERVICES. *Comentário especial: desmistificando a securitização para investidores sem proteção de garantias*, São Paulo, jan. 2003. Disponível em: <<http://www.moody.com.br/brasil/pdf/Desmistificando%20Securitizac%27o.pdf>>. Acesso em: 1 de agosto de 2006.

_____. *Relatório especial: fundos de recebíveis (FIDCs): o crescimento e popularização das operações de securitização no Brasil*, São Paulo, out. 2004. Disponível em: <http://www.moody.com.br/brasil/pdf/FIDCs_Analise_Moodys_29Oct2004.pdf>. Acesso em: 1 de agosto de 2006.

PENTÁGONO RESEARCH. *Fundo de recebíveis*, Rio de Janeiro, mai. 2002. Disponível em: <<http://www.pentagonotruster.com.br/download/fundorecebiveis.pdf>>. Acesso em: 1 de agosto de 2006.

_____. *Securitização de recebíveis*, Rio de Janeiro. Disponível em: <<http://www.pentagonotruster.com.br/securitizacao.asp>>. Acesso em: 1 de agosto de 2006.

_____. *SPC Vs. FIDC*, Rio de Janeiro, fev. 2003. Disponível em: <<http://www.pentagonotruster.com.br/download/spc.pdf>>. Acesso em: 1 de agosto de 2006.

SICSU, João. Keynes e os novos-keynesianos. In: LIMA, Gilberto T., SICSU, João (Orgs.) *Macroeconomia do emprego e da renda: Keynes e o keynesianismo*. Barueri: Manole, 2003. p. 3-28.

SPC – Secretaria de Previdência Complementar. Informe estatístico – dezembro de 2005. Disponível em: <http://www.previdenciasocial.gov.br/docs/pdf/InfoEst_2005-12%20Resumo.pdf>. Acesso em: 25 de agosto de 2006.

STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, Andrew. Credit rationing in market with imperfect information. In: *The American Economic Review*, v. 71, n. 3, jun. 1981.

STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. In: LIMA, Gilberto T., SICSU, João, DE PAULA, Luiz. F. (Orgs.) *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campos, 1999, p. 151-170.

TEIXEIRA, Odilon F. *As condições de liquidez no mercado secundário dos fundos de investimento em direitos creditórios*. 2006. 86 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

UQBAR. Entidades emissoras. In: CURSO DE SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS FINANCEIROS, São Paulo, 2004a. Anais... São Paulo: UQBAR, 2004a. 5 p. p. 1-5.

_____. Histórico. In: CURSO DE SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS FINANCEIROS, São Paulo, 2004b. Anais... São Paulo: UQBAR, 2004b. 5 p. p. 1-5.

VEDROSSI, Alessandro O. *A securitização de recebíveis imobiliários: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil*. 2002. 110 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo.

ZONENSCHAIN, C. N. Estrutura de capital das empresas no Brasil. In: *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 10, dez. 1998.

ANEXO I – CARACTERÍSTICAS DOS FIDC OFERTADOS NO MERCADO

Nome Resumido	Razão Social do FIDC	Administrador
BMG FIDC – Servidores Públicos I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Servidores Públicos I	BMG Asset Management DTVM S.A.
BMG FIDC – Servidores Públicos I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Servidores Públicos I	BMG Asset Management DTVM S.A.
FIDC BGNMax	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios BGNMax	Oliveira Trust DTVM S.A.
Supremo I - FIC FIDC	Supremo I - Fundo de Investimento em Quotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios	Oliveira Trust DTVM S.A.
FIDC BCSul Verax - Crédito Consignado I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios BCSul Verax - Crédito Consignado I	Banco Cruzeiro do Sul
Concórdia FIDC	Concórdia Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Concórdia S.A. CVMCC
GP Aetatis I - FIDC Imobiliários	GP Aetatis I - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Imobiliários	Oliveira Trust DTVM S.A.
GP Aetatis II - FIDC Imobiliários	GP Aetatis II - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Imobiliários	Oliveira Trust DTVM S.A.
Pão de Açúcar FIDC	Pão de Açúcar Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Concórdia S.A. CVMCC
Pão de Açúcar FIDC	Pão de Açúcar Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Concórdia S.A. CVMCC
Perdigão FIDC	Perdigão Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Oliveira Trust DTVM S.A.
Perdigão FIDC	Perdigão Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Oliveira Trust DTVM S.A.
Parmalat-FIDC	Parmalat-Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Intrag DTVM Ltda.
Chemical FIDC	Chemical Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Intrag DTVM Ltda.
FIDC PIPS - Caixa Brasil Construir Residencial	FIDC PIPS - Caixa Brasil Construir Residencial	Caixa Econômica Federal
FIDC Caterpillar	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Caterpillar	Mellon Brascan DTVM
FIDC Caterpillar	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Caterpillar	Mellon Brascan DTVM
FIDC Omni - Veículos I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Omni - Veículos I	Mellon Brascan DTVM
FIDC Omni - Veículos I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Omni - Veículos I	Mellon Brascan DTVM
FIDC Omni - Veículos I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Omni - Veículos I	Mellon Brascan DTVM
FIDC Omni - Veículos I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Omni - Veículos I	Mellon Brascan DTVM
FIDC Omni - Veículos I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Omni - Veículos I	Mellon Brascan DTVM
FIDC Omni - Veículos I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Omni - Veículos I	Mellon Brascan DTVM
FIDC Omni - Veículos I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Omni - Veículos I	Mellon Brascan DTVM
Concórdia Polaris FIDC	Concórdia Polaris Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Concórdia S.A. CVMCC
FIC FIDC Chemical	Fundo de Investimento em Quotas do Chemical Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Intrag DTVM Ltda.
FIC FIDC Pactual Recebíveis	Fundo de Investimento em Quotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Pactual Recebíveis	Pactual Asset Management S/A DTVM
FIDC Copesul	Fundo Copesul de Investimento em Direitos Creditórios	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.
FIDC CPFL Piratininga	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios CPFL Piratininga	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.
FIDC Credimax	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Credimax	Oliveira Trust DTVM S.A.
FIDC Credimax	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Credimax	Oliveira Trust DTVM S.A.
FIDC Credimax	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Credimax	Oliveira Trust DTVM S.A.
Concórdia Polaris FIDC	Concórdia Polaris Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Concórdia S.A. CVMCC
RB Fidúcia High Income Institucional FIDC	RB Fidúcia High Income Institucional Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Rio Bravo Investimento S.A. DTVM
BMG FIDC – Servidores Públicos II	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Servidores Públicos II	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC – Servidores Públicos II	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Servidores Públicos II	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
FIDC Tahiti	Fundo Investimento em Direitos Creditórios Tahiti	Banco Pine S.A.
FIDC Tahiti	Fundo Investimento em Direitos Creditórios Tahiti	Banco Pine S.A.
Multi Recebíveis FIDC	Multi Recebíveis Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Multi Commercial Bank DTVM Ltda.
Multi Recebíveis FIDC	Multi Recebíveis Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Multi Commercial Bank DTVM Ltda.
Schahin Cifra Servidores Públicos FIDC	Schahin Cifra Servidores Públicos Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Concórdia S.A. CVMCC
FIDC Millingmax	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Millingmax	Oliveira Trust DTVM S.A.
Amanco FIDC	Amanco Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Concórdia S.A. CVMCC
FIDC BGN Premium I - Crédito Consignado	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios BGN Premium I - Crédito Consignado	Oliveira Trust DTVM S.A.
FIDC BGN Premium I - Crédito Consignado	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios BGN Premium I - Crédito Consignado	Oliveira Trust DTVM S.A.
FIDC Creditórios Bancoop I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Bancoop I	Planner CV S.A.
FIDC Creditórios Bancoop I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Bancoop I	Planner CV S.A.
BMG FIDC – Servidores Públicos II	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Servidores Públicos II	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC – Servidores Públicos II	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Servidores Públicos II	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
Federal FIDC	Fundo Federal I de Investimento em Direitos Creditórios da Indústria	Gradual CCTVM Ltda.
BMG FIDC – Servidores Públicos II	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Servidores Públicos II	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.

Nome Resumido	Razão Social do FIDC	Administrador
BMG FIDC – Servidores Públicos II	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Servidores Públicos II	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC – Servidores Públicos III	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Servidores Públicos III	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC – Servidores Públicos III	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Servidores Públicos III	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
Gradiente Eletrônica FIDC	Gradiente Eletrônica Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Intrag DTVM Ltda.
FIDC Omni - Veículos I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Omni - Veículos I	Mellon Brascan DTVM
FIDC Bonsucesso – Emprést. com Consignação	Fundo Bonsucesso de Investimento em Direitos Creditórios – Empréstimos com Consignação em Folha	Pactual Asset Management S/A DTVM
Furnas I - FIDC	Furnas I - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Bco Santander Brasil S.A.
BMG FIDC – Servidores Públicos III	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Servidores Públicos III	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
FIDC Sansuy	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Sansuy	Máxima S.A. DTVM
Multi Recebíveis FIDC	Multi Recebíveis Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Multi Commercial Bank DTVM Ltda.
FIDC Matone - Emprést. a Serv. Públicos	Fundo Matone de Investimento em Direitos Creditórios - Empréstimos a Servidores Públicos	Pactual Asset Management S/A DTVM
GP Aetatis II - FIDC Imobiliários	GP Aetatis II - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Imobiliários	Oliveira Trust DTVM S.A.
FIDC Lojas Colombo	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Lojas Colombo	BEM - DTVM Ltda.
Banco Luso FIDC – Emprést. com Consignação	Banco Luso Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Empréstimo com Consignação em Folha	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
ASM FIDC – Carteira Imobiliária	ASM Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Carteira Imobiliária	ASM Asset Management DTVM S.A.
FIDC CESP	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios CESP	Banco Bradesco S.A.
ASM - FIDC - FCVS	ASM - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FCVS	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC INSS - Crédito Consignado IV	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios INSS - Crédito Consignado IV	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
Tribanco-Martins FIDC	Tribanco-Martins Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Concórdia S.A. CVMCC
FIDC Omni Veículos - II	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Omni Veículos - II	HSBC Bank Brasil S.A. - Banco Múltiplo
FIDC BCSul Verax - Crédito Consignado II	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios BCSul Verax - Crédito Consignado II	Cruzeiro do Sul S.A DTVM
Pine Crédito Consignado I - FIDC	Pine Crédito Consignado I Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Concórdia S.A. CVMCC
Ourinvest FIDC - Veículos	Ourinvest Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Veículos	Oliveira Trust DTVM S.A.
Ourinvest FIDC - Veículos	Ourinvest Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Veículos	Oliveira Trust DTVM S.A.
Itaú Institucional FIC FIDC	Itaú Institucional Fundo de Investimento em Quotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Intrag DTVM Ltda.
Ficap FIDC	Ficap Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Intrag DTVM Ltda.
Furnas II - FIDC	Furnas II - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	BEM - DTVM Ltda.
MaxCred FIDC	MaxCred Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Cruzeiro do Sul S.A DTVM
FIDC BGN - Life - Crédito Consignado	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios BGN - Life - Crédito Consignado	BEM - DTVM Ltda.
FIDC Exodus I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Exodus I	Gradual CCTVM Ltda.
FIDC Exodus I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Exodus I	Gradual CCTVM Ltda.
FIDC - INSS I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - INSS I	Intrag DTVM Ltda.
FIDC BES I Crédito Consignado	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios de Pensionistas do INSS - BES I - Crédito Consignado INSS	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
Multi Recebíveis FIDC	Multi Recebíveis Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Multi Commercial Bank DTVM Ltda.
FIDC Quality Energia	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Quality Energia	Concórdia S.A. CVMCC
FIDC Sistema Cataguazes-Leopoldina	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Sistema Cataguazes-Leopoldina	Intrag DTVM Ltda.
FIDC Bonsucesso – Emprést. com Consignação	Fundo Bonsucesso de Investimento em Direitos Creditórios – Empréstimos com Consignação em Folha	Pactual Asset Management S/A DTVM
FIDC Abimaq	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Abimaq	Rio Bravo Investimento S.A. DTVM
Eccelera FIDC	Eccelera Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Financeiros	Oliveira Trust DTVM S.A.
Eccelera FIDC	Eccelera Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Financeiros	Oliveira Trust DTVM S.A.
FIDC BMC Premium - Veículos	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios BMC Premium - Veículos	Oliveira Trust DTVM S.A.
Ourinvest FIDC - Veículos	Ourinvest Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Veículos	Oliveira Trust DTVM S.A.
Ourinvest FIDC - Veículos	Ourinvest Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Veículos	Oliveira Trust DTVM S.A.
GP Aetatis II - FIDC Imobiliários	GP Aetatis II - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Imobiliários	Oliveira Trust DTVM S.A.
Ourinvest FIDC - Veículos	Ourinvest Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Veículos	Oliveira Trust DTVM S.A.
Ourinvest FIDC - Veículos	Ourinvest Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Veículos	Oliveira Trust DTVM S.A.
FIDC Zoomp	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Zoomp	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.
Gradiente Eletrônica FIDC	Gradiente Eletrônica Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Intrag DTVM Ltda.

Nome Resumido	Razão Social do FIDC	Administrador
Lecca FIDC	Lecca Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	Lecca DTVM Ltda.
FIDC BGN Premium I - Crédito Consignado	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios BGN Premium I - Crédito Consignado	Oliveira Trust DTVM S.A.
FIC FIDC Caixa Pactual	Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Direitos Caixa Pactual	Caixa Econômica Federal
FIDC CESP II	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios CESP II	Intrag DTVM Ltda.
Ourinvest FIDC - Veículos	Ourinvest Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Veículos	Oliveira Trust DTVM S.A.
Ourinvest FIDC - Veículos	Ourinvest Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Veículos	Oliveira Trust DTVM S.A.
FIDC Motorola Industrial	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Motorola Industrial	BEM - DTVM Ltda.
FIDC BGN - Life - Crédito Consignado	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios BGN - Life - Crédito Consignado	BEM - DTVM Ltda.
Mellon FIDC - Royalties de Petróleo	Mellon Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Royalties de Petróleo	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
FIDC - INSS II	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - INSS II	Intrag DTVM Ltda.
Chemical II- FIDC	Chemical II- Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	BEM - DTVM Ltda.
ibiTrust FIDC Financeiros	ibiTrust Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Financeiros	Oliveira Trust DTVM S.A.
FIDC Ficsa Financiamento de Veículos	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Ficsa Financiamento de Veículos	BEM - DTVM Ltda.
FIDC Matone Empréstimos Consignados	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Matone Empréstimos Consignados	HSBC Bank Brasil S.A. - Banco Múltiplo
FIDC Empresarial LP	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Empresarial LP	PETRA - Personal Trader CTVM Ltda.
FIDC Anhanguera	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Anhanguera	Banco WestLB do Brasil S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	BMG Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Crédito Consignado Privado I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
Credibel FIDC - Veículos e INSS	Credibel Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Veículos e INSS	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
Ourinvest FIDC - Veículos	Ourinvest Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Veículos	Oliveira Trust DTVM S.A.
Ourinvest FIDC - Veículos	Ourinvest Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - Veículos	Oliveira Trust DTVM S.A.
FIDC BCSul Verax - Crédito Consignado II	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios BCSul Verax - Crédito Consignado II	Cruzeiro do Sul S.A DTVM
FIDC GP INSS I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios GP INSS I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
FIDC GP INSS I	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios GP INSS I	Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.

Nome Resumido	Empresa Cedente / Originadora	Originador (forma de constituição)	Originador (país de origem)	Data de Registro na CVM	Série/Classe das Cotas Negociadas	Volume do Registro	Carteira de Direitos Creditórios	Prazos Mínimo dos Recebíveis
BMG FIDC – Servidores Públicos I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	9/12/2002	Sênior	75.000.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC – Servidores Públicos I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	9/12/2002	Subordinada	25.000.000,00	Financeiro	-
FIDC BGNMax	Banco BGN S.A.	S.A.	Brasil	12/12/2002	Cotas	50.000.000,00	Financeiro	-
Supremo I - FIC FIDC	-	-	Brasil	17/12/2002	Cotas	50.000.000,00	FIC FIDC	-
FIDC BCSul Verax - Crédito Consignado I	Banco Cruzeiro do Sul S.A.	S.A.	Brasil	5/3/2003	Sênior	75.000.000,00	Financeiro	-
Concórdia FIDC	Sadia S.A. e Coligadas	S.A.	Brasil	20/5/2003	Sênior	120.000.000,00	Mercantil	2 dias
GP Aetatis I - FIDC Imobiliários	Multi Cedente	-	-	28/5/2003	Cotas	200.000.000,00	Imobiliário	-
GP Aetatis II - FIDC Imobiliários	Multi Cedente	-	-	17/6/2003	Cotas	100.000.000,00	Imobiliário	-
Pão de Açúcar FIDC	Companhia Brasileira de Distribuição	S.A.	Brasil	19/6/2003	Sênior	291.300.000,00	Comercial	30 dias
Pão de Açúcar FIDC	Companhia Brasileira de Distribuição	S.A.	Brasil	19/6/2003	Sênior	215.000.000,00	Comercial	30 dias
Perdigão FIDC	Perdigão	S.A.	Brasil	25/9/2003	Sênior	64.000.000,00	Mercantil	5 dias
Perdigão FIDC	Perdigão	S.A.	Brasil	25/9/2003	Subordinada	16.000.000,00	Mercantil	5 dias
Parmalat-FIDC	Parmalat Brasil S.A.	S.A.	Multinacional	5/11/2003	Sênior	150.000.000,00	Comercial	7 dias
Chemical FIDC	Braskem S.A.	S.A.	Brasil	7/11/2003	Sênior	200.000.000,00	Comercial	2 meses
FIDC PIPS - Caixa Brasil Construir Residencial	Caixa Econômica Federal	Outras	Brasil	26/11/2003	Cotas	105.000.000,00	Imobiliário	-
FIDC Caterpillar	Caterpillar Brasil Ltda.	Outras	Multinacional	27/11/2003	Sênior	36.000.000,00	Mercantil	-
FIDC Caterpillar	Caterpillar Brasil Ltda.	Outras	Multinacional	27/11/2003	Subordinada	24.000.000,00	Mercantil	-
FIDC Omni - Veículos I	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	15/12/2003	Sênior	7.500.000,00	Financeiro	-
FIDC Omni - Veículos I	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	15/12/2003	Sênior	7.500.000,00	Financeiro	-
FIDC Omni - Veículos I	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	15/12/2003	Sênior	7.500.000,00	Financeiro	-
FIDC Omni - Veículos I	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	15/12/2003	Sênior	7.500.000,00	Financeiro	-
FIDC Omni - Veículos I	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	15/12/2003	Subordinada	12.500.000,00	Financeiro	-
Concórdia Polaris FIDC	Multi Cedente	-	-	6/1/2004	Cotas	5.000.000,00	Mercantil	180 dias
FIC FIDC Chemical	-	-	-	13/1/2004	Sênior	23.550.000,00	FIC FIDC	-
FIC FIDC Pactual Recebíveis	-	-	-	22/1/2004	Cotas	500.000.000,00	FIC FIDC	-
FIDC Copesul	COPEL - Companhia Petroquímica do Sul	S.A.	Brasil	11/2/2004	Sênior	125.000.000,00	Mercantil	-
FIDC CPFL Piratininga	Cia. Piratininga de Força e Luz	S.A.	Brasil	11/2/2004	Sênior	300.000.000,00	Serviços	-
FIDC Credimax	Multi Cedente	-	-	20/2/2004	Sênior	5.000.000,00	Mercantil	-
FIDC Credimax	Multi Cedente	-	-	20/2/2004	Sênior	15.000.000,00	Mercantil	-
FIDC Credimax	Multi Cedente	-	-	20/2/2004	Sênior	30.000.000,00	Mercantil	-
Concórdia Polaris FIDC	Multi Cedente	-	-	1/3/2004	Cotas	50.750.000,00	Mercantil	181 dias
RB Fidúcia High Income Institucional FIDC	Multi Cedente	-	-	13/4/2004	Cotas	150.000.000,00	Imobiliário	-
BMG FIDC – Servidores Públicos II	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	15/4/2004	Sênior	112.500.000,00	Financeiro	1 mês
BMG FIDC – Servidores Públicos II	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	15/4/2004	Subordinada	37.500.000,00	Financeiro	1 mês
FIDC Tahiti	REDESPLAN - Administradora de Cartões de Crédito Ltda.	Outras	Brasil	10/5/2004	Sênior	28.000.000,00	Financeiro	-
FIDC Tahiti	REDESPLAN - Administradora de Cartões de Crédito Ltda.	Outras	Brasil	10/5/2004	Subordinada	12.000.000,00	Financeiro	-
Multi Recebíveis FIDC	BRB Factoring	Outras	Brasil	13/5/2004	Sênior	8.000.000,00	Comercial	-
Multi Recebíveis FIDC	BRB Factoring	Outras	Brasil	13/5/2004	Subordinada	2.000.000,00	Comercial	-
Schahin Cifra Servidores Públicos FIDC	Banco Schahin	S.A.	Brasil	16/6/2004	Sênior	80.000.000,00	Financeiro	-
FIDC Millingmax	Moinhos Cruzeiro do Sul S.A.	S.A.	Brasil	17/6/2004	Sênior	50.000.000,00	Mercantil	6 dias
Amanco FIDC	Amanco Brasil S.A.	S.A.	Multinacional	27/6/2004	Sênior	48.000.000,00	Mercantil	5 dias
FIDC BGN Premium I - Crédito Consignado	Banco BGN S.A.	S.A.	Brasil	28/6/2004	Sênior	50.000.000,00	Financeiro	-
FIDC BGN Premium I - Crédito Consignado	Banco BGN S.A.	S.A.	Brasil	28/6/2004	Sênior	50.000.000,00	Financeiro	-
FIDC Creditórios Bancoop I	Cooperativa Habit. dos Bancários de São Paulo - Bancoop	Outras	Brasil	2/7/2004	Sênior	48.000.000,00	Imobiliário	-
FIDC Creditórios Bancoop I	Cooperativa Habit. dos Bancários de São Paulo - Bancoop	Outras	Brasil	2/7/2004	Subordinada	12.000.000,00	Imobiliário	-
BMG FIDC – Servidores Públicos II	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	15/7/2004	Sênior	61.980.000,00	Financeiro	1 mês
BMG FIDC – Servidores Públicos II	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	15/7/2004	Subordinada	20.660.000,00	Financeiro	1 mês
Federal FIDC	Multi Cedente	-	-	5/8/2004	Sênior	1.500.000,00	Mercantil	-
BMG FIDC – Servidores Públicos II	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	17/8/2004	Sênior	62.520.000,00	Financeiro	1 mês

Nome Resumido	Empresa Cedente / Originadora	Originador (forma de constituição)	Originador (país de origem)	Data de Registro na CVM	Série/Classe das Cotas Negociadas	Volume do Registro	Carteira de Direitos Creditórios	Prazos Mínimo dos Recbíveis
BMG FIDC – Servidores Públicos II	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	17/8/2004	Subordinada	20.840.000,00	Financeiro	1 mês
BMG FIDC – Servidores Públicos III	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	6/9/2004	Sênior	112.500.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC – Servidores Públicos III	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	6/9/2004	Subordinada	37.500.000,00	Financeiro	-
Gradiente Eletrônica FIDC	Gradiente Eletrônica S.A.	S.A.	Brasil	15/9/2004	Sênior	41.250.000,00	Mercantil	7 dias
FIDC Omni - Veículos I	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	23/9/2004	Sênior	22.500.000,00	Financeiro	-
FIDC Bonsucesso – Emprést. com Consignação	Banco Bonsucesso S.A.	S.A.	Brasil	24/9/2004	Sênior	38.500.000,00	Financeiro	15 dias
Furnas I - FIDC	Furnas Centrais Elétricas S.A.	S.A.	Brasil	30/9/2004	Sênior	336.350.000,00	Serviços	-
BMG FIDC – Servidores Públicos III	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	29/10/2004	Sênior	112.500.000,00	Financeiro	-
FIDC Sansuy	Sansuy S.A. Empresa de Plásticos	S.A.	Multinacional	4/11/2004	Sênior	20.250.000,00	Mercantil	10 dias
Multi Recebíveis FIDC	BRB Factoring	Outras	Brasil	10/11/2004	Sênior	20.000.000,00	Comercial	-
FIDC Matone - Emprést. a Serv. Públicos	Banco Matone S.A.	S.A.	Brasil	12/11/2004	Sênior	75.000.000,00	Financeiro	15 dias
GP Aetatis II - FIDC Imobiliários	Multi Cedente	-	-	16/11/2004	Cotas	150.000.000,00	Imobiliário	-
FIDC Lojas Colombo	Lojas Colombo S.A. Comércio de Utilidades Domésticas	Outras	Brasil	3/12/2004	Sênior	160.000.000,00	Comercial	-
Banco Luso FIDC – Emprést. com Consignação	Banco Luso Brasileiro S.A.	S.A.	Brasil	7/12/2004	Sênior	73.000.000,00	Financeiro	-
ASM FIDC – Carteira Imobiliária	RioPrevidência	Outras	Brasil	16/12/2004	Cotas	1.000.000.000,00	Imobiliário	-
FIDC CESP	CESP - Companhia Energética de São Paulo	S.A.	Brasil	22/12/2004	Sênior	450.000.000,00	Serviços	-
ASM - FIDC - FCVS	Multi Cedente	-	-	23/12/2004	Sênior	600.000.000,00	Imobiliário	-
BMG FIDC INSS - Crédito Consignado IV	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	6/1/2005	Sênior	120.000.000,00	Financeiro	-
Tribanco-Martins FIDC	Banco Triângulo S.A.	S.A.	Brasil	6/1/2005	Sênior	80.000.000,00	Mercantil	2 dias
FIDC Omni Veículos - II	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	11/1/2005	Sênior	104.000.000,00	Financeiro	-
FIDC BCSul Verax - Crédito Consignado II	Banco Cruzeiro do Sul S.A.	S.A.	Brasil	9/3/2005	Sênior	112.500.000,00	Financeiro	-
Pine Crédito Consignado I - FIDC	Banco Pine S.A.	S.A.	Brasil	24/3/2005	Sênior	77.000.000,00	Financeiro	-
Ourinvest FIDC - Veículos	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	30/3/2005	Sênior	6.000.000,00	Financeiro	-
Ourinvest FIDC - Veículos	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	30/3/2005	Subordinada	2.000.000,00	Financeiro	-
Itaú Institucional FIC FIDC	-	-	-	4/4/2005	Cotas	200.000.000,00	FIC FIDC	-
Ficap FIDC	Ficap S.A.	S.A.	Brasil	28/4/2005	Sênior	40.000.000,00	Mercantil	7 dias
Furnas II - FIDC	Furnas Centrais Elétricas S.A.	S.A.	Brasil	9/5/2005	Sênior	900.000.000,00	Serviços	-
MaxCred FIDC	Banco Cruzeiro do Sul S.A.	S.A.	Brasil	11/5/2005	Sênior	100.000.000,00	Financeiro	6 meses
FIDC BGN - Life - Crédito Consignado	Banco BGN S.A.	S.A.	Brasil	13/5/2005	Sênior	300.000.000,00	Financeiro	-
FIDC Exodus I	Multi Cedente	-	-	19/5/2005	Sênior	200.000,00	Mercantil	-
FIDC Exodus I	Multi Cedente	-	-	19/5/2005	Sênior	300.000,00	Mercantil	-
FIDC - INSS I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	2/6/2005	Sênior	300.000.000,00	Financeiro	-
FIDC BES I Crédito Consignado	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	8/6/2005	Sênior	50.000.000,00	Financeiro	1 mês
Multi Recebíveis FIDC	BRB Factoring	Outras	Brasil	14/6/2005	Sênior	40.000.000,00	Comercial	-
FIDC Quality Energia	Multi Cedente	-	-	30/6/2005	Cotas	1.000.000.000,00	Serviços	-
FIDC Sistema Cataguazes-Leopoldina	Cia. Força e Luz Cataguazes-Leopoldina	S.A.	Brasil	8/7/2005	Sênior	210.000.000,00	Serviços	-
FIDC Bonsucesso – Emprést. com Consignação	Banco Bonsucesso S.A.	S.A.	Brasil	13/7/2005	Sênior	50.000.000,00	Financeiro	15 dias
FIDC Abimaq	Multi Cedente	-	-	19/7/2005	Cotas	20.000.000,00	Mercantil	-
Eccelera FIDC	Multi Cedente	-	-	28/7/2005	Sênior	200.000.000,00	Financeiro	-
Eccelera FIDC	Multi Cedente	-	-	28/7/2005	Subordinada	2.500.000,00	Financeiro	-
FIDC BMC Premium - Veículos	Banco BMC S.A.	S.A.	Brasil	16/8/2005	Sênior	100.000.000,00	Financeiro	-
Ourinvest FIDC - Veículos	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	19/8/2005	Sênior	6.000.000,00	Financeiro	-
Ourinvest FIDC - Veículos	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	19/8/2005	Subordinada	2.000.000,00	Financeiro	-
GP Aetatis II - FIDC Imobiliários	Multi Cedente	-	-	26/8/2005	Cotas	84.125.001,54	Imobiliário	-
Ourinvest FIDC - Veículos	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	29/8/2005	Sênior	6.000.000,00	Financeiro	-
Ourinvest FIDC - Veículos	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	29/8/2005	Subordinada	2.000.000,00	Financeiro	-
FIDC Zoomp	Zoomp	Outras	Brasil	6/9/2005	Sênior	48.000.000,00	Comercial	10 dias
Gradiente Eletrônica FIDC	Gradiente Eletrônica S.A.	S.A.	Brasil	8/9/2005	Sênior	37.500.000,00	Mercantil	7 dias

Nome Resumido	Empresa Cedente / Originadora	Originador (forma de constituição)	Originador (país de origem)	Data de Registro na CVM	Série/Classe das Cotas Negociadas	Volume do Registro	Carteira de Direitos Creditórios	Prazos Mínimo dos Recebíveis
Lecca FIDC	Multi Cedente	-	-	15/9/2005	Sênior	45.000.000,00	Comercial	-
FIDC BGN Premium I - Crédito Consignado	Banco BGN S.A.	S.A.	Brasil	19/9/2005	Sênior	50.000.000,00	Financeiro	-
FIC FIDC Caixa Pactual	-	-	-	22/9/2005	Cotas	500.000.000,00	FIC FIDC	-
FIDC CESP II	CESP - Companhia Energética de São Paulo	S.A.	Brasil	5/10/2005	Sênior	650.000.000,00	Serviços	-
Ourinvest FIDC - Veículos	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	7/10/2005	Sênior	6.000.000,00	Financeiro	-
Ourinvest FIDC - Veículos	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	7/10/2005	Subordinada	2.000.000,00	Financeiro	-
FIDC Motorola Industrial	Motorola Industrial Ltda.	Outras	Multinacional	11/10/2005	Sênior	538.000.000,00	Mercantil	8 dias
FIDC BGN - Life - Crédito Consignado	Banco BGN S.A.	S.A.	Brasil	14/10/2005	Sênior	100.000.000,00	Financeiro	-
Mellon FIDC - Royalties de Petróleo	RioPrevidência	Outras	Brasil	27/10/2005	Sênior	600.000.000,00	Outros	-
FIDC - INSS II	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/10/2005	Sênior	85.000.000,00	Financeiro	-
Chemical II- FIDC	Braskem S.A.	S.A.	Brasil	8/11/2005	Sênior	400.000.000,00	Comercial	10 dias
ibiTrust FIDC Financeiros	Banco ibi S.A. Banco Múltiplo	S.A.	Brasil	9/11/2005	Sênior	80.000.000,00	Financeiro	-
FIDC Ficsa Financiamento de Veículos	Banco Ficsa S.A.	S.A.	Brasil	10/11/2005	Sênior	35.000.000,00	Financeiro	-
FIDC Matone Empréstimos Consignados	Banco Matone S.A.	S.A.	Brasil	16/11/2005	Sênior	150.000.000,00	Financeiro	15 dias
FIDC Empresarial LP	Multi Cedente	-	-	17/11/2005	Sênior	2.500.000,00	Comercial	-
FIDC Anhanguera	Grupo Siemens	Outras	Multinacional	22/11/2005	Cotas	600.000.000,00	Comercial	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/11/2005	Sênior	31.250.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/11/2005	Sênior	31.250.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/11/2005	Sênior	27.500.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/11/2005	Sênior	27.500.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/11/2005	Sênior	21.250.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/11/2005	Sênior	21.250.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/11/2005	Sênior	35.000.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/11/2005	Sênior	30.000.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/11/2005	Sênior	21.250.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/11/2005	Sênior	15.000.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/11/2005	Sênior	11.250.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/11/2005	Sênior	7.800.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/11/2005	Sênior	13.000.000,00	Financeiro	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	28/11/2005	Sênior	4.200.000,00	Financeiro	-
Credibel FIDC - Veículos e INSS	Banco Credibel S.A.	S.A.	Brasil	9/12/2005	Sênior	17.500.000,00	Financeiro	2 meses
Ourinvest FIDC - Veículos	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	12/12/2005	Sênior	6.000.000,00	Financeiro	-
Ourinvest FIDC - Veículos	Omni S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	Outras	Brasil	12/12/2005	Subordinada	2.000.000,00	Financeiro	-
FIDC BCSul Verax - Crédito Consignado II	Banco Cruzeiro do Sul S.A.	S.A.	Brasil	14/12/2005	Sênior	112.500.000,00	Financeiro	-
FIDC GP INSS I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	22/12/2005	Sênior	80.000.000,00	Financeiro	-
FIDC GP INSS I	Banco BMG S.A.	S.A.	Brasil	22/12/2005	Subordinada	20.000.000,00	Financeiro	-

Nome Resumido	Prazos Máximo dos Recebíveis	Direitos Creditórios	Coobrigação da Empresa Originadora	Rating Inicial	Agência de Rating	Prazo do Fundo	Prazo da Série / Classe	Valor da Cota na Data de Emissão
BMG FIDC – Servidores Públicos I	24 meses	Performados	Opcional	AAA (bra)	Fitch Atlantic Rating	24 meses	24 meses	1,00
BMG FIDC – Servidores Públicos I	24 meses	Performados	Opcional	-	-	24 meses	24 meses	1,00
FIDC BGNMax	36 meses	Performados	-	A	Austin Rating	72 meses	72 meses	25.000,00
Supremo I - FIC FIDC	-	-	-	A+	Austin Rating	10 anos	10 anos	25.000,00
FIDC BCSul Verax - Crédito Consignado I	24 meses	Performados	-	AAA / AAAbra	Austin Rating / Fitch Atlantic Rating	24 meses	24 meses	10,00
Concórdia FIDC	2 meses	Performados	-	AA (bra)	Fitch Atlantic Rating	1.109 dias	1.109 dias	10.000,00
GP Aetatis I - FIDC Imobiliários	36 meses	Ambos	Opcional	A-	Fitch Brasil Ltda.	36 meses	36 meses	25.000,00
GP Aetatis II - FIDC Imobiliários	60 meses	Ambos	-	A (bra)	Fitch Brasil Ltda.	60 meses	60 meses	25.000,00
Pão de Açúcar FIDC	144 dias	Performados	-	AA (bra)	Fitch Atlantic Rating	1.711 dias	1.700 dias	50.000,00
Pão de Açúcar FIDC	144 dias	Performados	-	AA (bra)	Fitch Atlantic Rating	1.711 dias	1.700 dias	50.000,00
Perdigão FIDC	80 dias	Performados	-	AA (bra)	Fitch Atlantic Rating	1.005 dias	1.005 dias	100.000,00
Perdigão FIDC	80 dias	Performados	-	-	-	1.005 dias	1.005 dias	100.000,00
Parmalat-FIDC	2 meses	Performados	-	brAAAf	Standard & Poor's	36 meses	36 meses	25.000,00
Chemical FIDC	3 meses	Performados	-	Aaa.br	Moody's Investors Service	20 anos	36 meses	25.000,00
FIDC PIPS - Caixa Brasil Construir Residencial	240 meses	Não Performados	-	A	Austin Rating	252 meses	252 meses	3.000,00
FIDC Caterpillar	48 meses	Performados	-	AA+ (bra)	SR Rating	4 anos	48 meses	1,00
FIDC Caterpillar	48 meses	Performados	-	-	-	4 anos	48 meses	1,00
FIDC Omni - Veículos I	24 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Fitch Atlantic Rating	60 meses	24 meses	1,00
FIDC Omni - Veículos I	24 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Fitch Atlantic Rating	60 meses	24 meses	1,00
FIDC Omni - Veículos I	24 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Fitch Atlantic Rating	60 meses	24 meses	1,00
FIDC Omni - Veículos I	24 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Fitch Atlantic Rating	60 meses	24 meses	1,00
FIDC Omni - Veículos I	24 meses	Performados	-	A+ (bra)	Austin Rating	60 meses	956 dias	1,00
FIDC Omni - Veículos I	24 meses	Performados	-	A+ (bra)	Austin Rating	60 meses	956 dias	1,00
Concórdia Polaris FIDC	2 anos	Performados	-	A+	Austin Rating	36 meses	36 meses	10.000,00
FIC FIDC Chemical	-	-	-	-	-	20 anos	33 meses	1.000,00
FIC FIDC Pactual Recebíveis	-	-	-	A+	Austin Rating	-	1.246 dias	10.000,00
FIDC Copesul	30 meses	Não Performados	Sim	AA- (bra)	Fitch Atlantic Rating	30 meses	30 meses	5.000,00
FIDC CPFL Piratininga	1 mês	Não Performados	Sim	AA- (bra)	Fitch Atlantic Rating	36 meses	36 meses	5.000,00
FIDC Credimax	12 meses	Performados	-	brAA	SR Rating	3.604 dias	90 d.u.	25.000,00
FIDC Credimax	12 meses	Performados	-	brA+	SR Rating	3.604 dias	180 d.u.	25.000,00
FIDC Credimax	12 meses	Performados	-	brA-	SR Rating	3.604 dias	252 d.u.	25.000,00
Concórdia Polaris FIDC	3 anos	Performados	-	A+	Austin Rating	36 meses	36 meses	10.000,00
RB Fidúcia High Income Institucional FIDC	5,5 anos	Ambos	Opcional	AA	LF Rating	5,5 anos	5,5 anos	25.000,00
BMG FIDC – Servidores Públicos II	30 meses	Performados	Opcional	AAA (bra)	Fitch Atlantic Rating	30 meses	30 meses	1.000,00
BMG FIDC – Servidores Públicos II	30 meses	Performados	Opcional	-	-	30 meses	30 meses	1.000,00
FIDC Tahiti	1 mês	Performados	-	A+	Austin Rating	6 anos	69 meses	1,00
FIDC Tahiti	1 mês	Performados	-	-	-	6 anos	72 meses	1,00
Multi Recebíveis FIDC	6 meses	Performados	Sim	AA	Austin Rating	4 anos	24 meses	1,00
Multi Recebíveis FIDC	6 meses	Performados	Sim	-	-	4 anos	48 meses	1,00
Schahin Cifra Servidores Públicos FIDC	36 meses	Performados	-	brAAAf	Standard & Poor's	20 anos	36 meses	25.000,00
FIDC Millingmax	65 dias	Performados	-	A+(bra)	Fitch Atlantic Rating	1.825 dias	1.426 dias	5.000,00
Amanco FIDC	2 meses	Performados	-	AAA (bra)	Fitch Atlantic Rating	66 meses	66 meses	50.000,00
FIDC BGN Premium I - Crédito Consignado	36 meses	Performados	-	Aa2.br	Moody's Investors Service	9,7 Anos	1.086 dias	25.000,00
FIDC BGN Premium I - Crédito Consignado	36 meses	Performados	-	Aa2.br	Moody's Investors Service	9,7 Anos	1.108 dias	25.000,00
FIDC Creditórios Bancoop I	36 meses	Ambos	-	brAAf	Standard & Poor's	36 meses	36 meses	1.000,00
FIDC Creditórios Bancoop I	36 meses	Ambos	-	-	-	36 meses	36 meses	1.000,00
BMG FIDC – Servidores Públicos II	30 meses	Performados	Opcional	AAA (bra)	Fitch Atlantic Rating	30 meses	30 meses	1.000,00
BMG FIDC – Servidores Públicos II	30 meses	Performados	Opcional	-	-	30 meses	30 meses	1.000,00
Federal FIDC	6 meses	Performados	-	-	-	-	-	100,00
BMG FIDC – Servidores Públicos II	30 meses	Performados	Opcional	AAA (bra)	Fitch Atlantic Rating	30 meses	30 meses	1.000,00

Nome Resumido	Prazos Máximo dos Recebíveis	Direitos Creditórios	Coobrigação da Empresa Originadora	Rating Inicial	Agência de Rating	Prazo do Fundo	Prazo da Série / Classe	Valor da Cota na Data de Emissão
BMG FIDC – Servidores Públicos II	30 meses	Performados	Opcional	-	-	30 meses	30 meses	1.000,00
BMG FIDC – Servidores Públicos III	30 meses	Performados	Opcional	AAA	Austin Rating e LF Rating	30 meses	30 meses	1,00
BMG FIDC – Servidores Públicos III	30 meses	Performados	Opcional	-	-	30 meses	30 meses	1,00
Gradiente Eletrônica FIDC	3 meses	Performados	-	brAAf	Standard & Poor's	-	1.019 dias	1,00
FIDC Omni - Veículos I	24 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Fitch Atlantic Rating	60 meses	24 meses	1,00
FIDC Bonsucesso – Emprést. com Consignação	36 meses	Performados	-	Aaa.br	Moody's America Latina	120 meses	24 meses	1,00
Furnas I - FIDC	1.645 dias	Performados	Sim	Aa3 br	Moody's America Latina	1.645 dias	1.627 dias	25.000,00
BMG FIDC – Servidores Públicos III	30 meses	Performados	Opcional	AAA	Austin Rating e LF Rating	30 meses	30 meses	1,00
FIDC Sansuy	3 meses	Performados	-	A+(bra)	Fitch Atlantic Rating	24 meses	24 meses	1,00
Multi Recebíveis FIDC	6 meses	Performados	Sim	AA	Austin Rating	4 anos	24 meses	1,00
FIDC Matone - Emprést. a Serv. Públicos	36 meses	Performados	-	brAAAf	Standard & Poor's	120 meses	36 meses	1,00
GP Aetatis II - FIDC Imobiliários	60 meses	Ambos	-	A (bra)	Fitch Brasil Ltda.	60 meses	60 meses	25.000,00
FIDC Lojas Colombo	24 meses	Performados	-	brAAAf	Standard & Poor's	36 meses	36 meses	1.000,00
Banco Luso FIDC – Emprést. com Consignação	36 meses	Performados	-	br. Aaf	Standard & Poor's	36 meses	36 meses	1,00
ASM FIDC – Carteira Imobiliária	60 meses	Performados	-	brBB	SR Rating	5 anos	60 meses	1.000,00
FIDC CESP	1 mês	Não Performados	-	brAA-f	Standard & Poor's	60 meses	60 meses	300.000,00
ASM - FIDC - FCVS	60 meses	Performados	-	brA	SR Rating	60 meses	60 meses	1.000,00
BMG FIDC INSS - Crédito Consignado IV	36 meses	Performados	Opcional	AAAf	Standard & Poor's	36 meses	36 meses	1,00
Tribanco-Martins FIDC	1,5 mês	Performados	-	AAA	Fitch Ratings	1811 dias	1811 dias	100.000,00
FIDC Omni Veículos - II	36 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Fitch Brasil Ltda.	36 meses	36 meses	1.000,00
FIDC BCSul Verax - Crédito Consignado II	36 meses	Performados	-	Aaa.br	Moody's América Latina Ltda.	20 anos	36 meses	10.000,00
Pine Crédito Consignado I - FIDC	36 meses	Performados	-	br. AAf	Standard & Poor's	120 meses	36 meses	1.000,00
Ourinvest FIDC - Veículos	36 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Austin Rating	6 anos	36 meses	1,00
Ourinvest FIDC - Veículos	36 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Austin Rating	6 anos	72 meses	1,00
Itaú Institucional FIC FIDC	-	-	-	br AA	SR Rating	5 anos	60 meses	1,00
Ficap FIDC	3 meses	Performados	-	Aa2.br	Moody's América Latina Ltda.	3 anos	1.022 dias	1,00
Furnas II - FIDC	60 meses	Performados	Sim	Aa3 br	Moody's America Latina	5 anos	60 meses	1.000,00
MaxCred FIDC	36 meses	Performados	-	AA	Austin Rating	120 meses	36 meses	10.000,00
FIDC BGN - Life - Crédito Consignado	36 meses	Performados	-	Aaa.br	Moody's América Latina Ltda.	41 meses	36 meses	1.000,00
FIDC Exodus I	6 meses	Performados	Sim	A+	Austin Ratings Serv. Financ. Ltda.	-	23 meses	25.000,00
FIDC Exodus I	6 meses	Performados	Sim	A+	Austin Ratings Serv. Financ. Ltda.	-	3.610 dias	25.000,00
FIDC - INSS I	36 meses	Performados	Opcional	brAAAf	Standard & Poor's	36 meses	36 meses	1,00
FIDC BES I Crédito Consignado	36 meses	Performados	Sim	brA	SR Rating	36 meses	36 meses	25.000,00
Multi Recebíveis FIDC	6 meses	Performados	Sim	AA	Austin Rating	4 anos	30 meses	1,00
FIDC Quality Energia	180 meses	Não Performados	-	-	Standard & Poor's	15 anos	15 anos	500.000,00
FIDC Sistema Cataguazes-Leopoldina	36 meses	Não Performados	Sim	brAAf	Standard & Poor's	-	36 meses	300.000,00
FIDC Bonsucesso – Emprést. com Consignação	36 meses	Performados	-	Aaa.br	Moody's America Latina	120 meses	36 meses	1,00
FIDC Abimaq	6 meses	Ambos	Opcional	A+	LF Ratings	30 meses	30 meses	1,00
Eccelera FIDC	96 meses	Ambos	-	-	SR Rating	96 meses	96 meses	100.000,00
Eccelera FIDC	96 meses	Ambos	-	-	SR Rating	96 meses	96 meses	100.000,00
FIDC BMC Premium - Veículos	30 meses	Performados	-	Aaa.br	Moody's América Latina Ltda.	11,72 anos	30 meses	25.000,00
Ourinvest FIDC - Veículos	36 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Austin Rating	6 anos	36 meses	1,00
Ourinvest FIDC - Veículos	36 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Austin Rating	7 anos	37 meses	1,00
GP Aetatis II - FIDC Imobiliários	60 meses	Ambos	-	A (bra)	Fitch Brasil Ltda.	60 meses	60 meses	25.000,00
Ourinvest FIDC - Veículos	36 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Austin Rating	8 anos	36 meses	1,00
Ourinvest FIDC - Veículos	36 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Austin Rating	9 anos	37 meses	1,00
FIDC Zoomp	240 dias	Performados	-	brAAAf	Standard & Poor's	3 anos	36 meses	4.800,00
Gradiente Eletrônica FIDC	3 meses	Performados	-	brAAf	Standard & Poor's	-	1.067 dias	1,00

Nome Resumido	Prazos Máximo dos Recebíveis	Direitos Creditórios	Coobrigação da Empresa Originadora	Rating Inicial	Agência de Rating	Prazo do Fundo	Prazo da Série / Classe	Valor da Cota na Data de Emissão
Lecca FIDC	24 meses	Performados	-	-	-	180 meses	60 meses	1,00
FIDC BGN Premium I - Crédito Consignado	36 meses	Performados	-	Aa2.br	Moody's Investors Service	9,7 Anos	1.114 dias	25.000,00
FIC FIDC Caixa Pactual	-	-	-	brAA	SR Rating	72 meses	72 meses	10.000,00
FIDC CESP II	1 mês	Não Performados	-	brAAf	Standard & Poor's	1.847 dias	1.847 dias	325.000,00
Ourinvest FIDC - Veículos	36 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Austin Rating	10 anos	36 meses	1,00
Ourinvest FIDC - Veículos	36 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Austin Rating	11 anos	37 meses	1,00
FIDC Motorola Industrial	6 meses	Performados	Opcional	AA- (bra)	Fitch Ratings	6 anos	36 meses	1.000,00
FIDC BGN - Life - Crédito Consignado	36 meses	Performados	-	Aaa.br	Moody's América Latina Ltda.	41 meses	36 meses	1.000,00
Mellon FIDC - Royalties de Petróleo	13 meses	Não Performados	-	AAA(bra)	Fitch Ratings	13 meses	13 meses	1.000.000,00
FIDC - INSS II	36 meses	Performados	Opcional	brAAf	Standard & Poor's	36 meses	36 meses	1,00
Chemical II- FIDC	3 meses	Performados	-	Aa2.br	Moody's America Latina	20 anos	36 meses	25.000,00
ibiTrust FIDC Financeiros	6 meses	Performados	-	Aaa.br	Moody's América Latina Ltda.	10 anos	36 meses	25.000,00
FIDC Ficsa Financiamento de Veículos	24 meses	Performados	-	brA+f	Standard & Poor's	10 anos	24 meses	25.000,00
FIDC Matone Empréstimos Consignados	120 meses	Performados	-	brAAf	Standard & Poor's	120 meses	48 meses	1,00
FIDC Empresarial LP	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	120 meses	36 meses	1.000,00
FIDC Anhanguera	180 meses	Performados	-	A-	Austin Rating	180 meses	180 meses	1.000,00
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	-	264 dias	1,00
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	-	295 dias	1,00
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	-	172 dias	1,00
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	-	203 dias	1,00
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	-	127 dias	1,00
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	-	111 dias	1,00
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	-	386 dias	1,00
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	-	476 dias	1,00
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	-	568 dias	1,00
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	-	660 dias	1,00
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	-	746 dias	1,00
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	-	837 dias	1,00
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	-	929 dias	1,00
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	36 meses	Performados	-	AA-	Austin Rating	-	1021 dias	1,00
Credibel FIDC - Veículos e INSS	36 meses	Performados	-	AAA	LF Rating	36 meses	36 meses	25.000,00
Ourinvest FIDC - Veículos	36 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Austin Rating	12 anos	36 meses	1,00
Ourinvest FIDC - Veículos	36 meses	Performados	-	AA+ (bra)	Austin Rating	13 anos	37 meses	1,00
FIDC BCSul Verax - Crédito Consignado II	36 meses	Performados	-	Aaa.br	Moody's América Latina Ltda.	20 anos	36 meses	10.000,00
FIDC GP INSS I	36 meses	Performados	Sim	brAAf	Standard & Poor's	42 meses	42 meses	1,00
FIDC GP INSS I	36 meses	Performados	Sim	brAf	Standard & Poor's	42 meses	42 meses	1,00

Nome Resumido	Quantidade de Cotas do Fundo	Patrimônio do Fundo na Data de Emissão	Quantidade de Cotas Seniores	Volume das Cotas Seniores na Data de Emissão	Quantidade de Cotas Subordinadas	Volume das Cotas Subordinadas na Data de Emissão	Nível de Subordinação	Rendimento Alvo (Benchmark)
BMG FIDC – Servidores Públicos I	100.000.000	75.000.000,00	75.000.000	75.000.000,00	25.000.000	25.000.000,00	25,00%	DI + 3,00%
BMG FIDC – Servidores Públicos I	100.000.000	75.000.000,00	75.000.000	75.000.000,00	25.000.000	25.000.000,00	25,00%	-
FIDC BGNMax	1.269	31.725.000,00	-	-	-	-	-	-
Supremo I - FIC FIDC	1.291	32.275.000,00	-	-	-	-	-	-
FIDC BCSul Verax - Crédito Consignado I	10.000.000	100.000.000,00	7.500.000	75.000.000,00	2.500.000	25.000.000,00	25,00%	115,00% do DI
Concórdia FIDC	15.000	150.000.000,00	12.000	120.000.000,00	3.000	30.000.000,00	20,00%	95,00% do DI
GP Aetatis I - FIDC Imobiliários	8.000	200.000.000,00	8.000	200.000.000,00	-	-	-	-
GP Aetatis II - FIDC Imobiliários	8.000	200.000.000,00	8.000	200.000.000,00	-	-	-	IGP-M + 10,50%
Pão de Açúcar FIDC	12.565	628.250.000,00	5.826	291.300.000,00	2.439	121.950.000,00	20,00%	105,00% do DI
Pão de Açúcar FIDC	12.565	628.250.000,00	4.300	215.000.000,00	2.439	121.950.000,00	20,00%	101,00% do DI
Perdigão FIDC	800	80.000.000,00	640	64.000.000,00	160	16.000.000,00	20,00%	95,00% do DI
Perdigão FIDC	800	80.000.000,00	640	64.000.000,00	160	16.000.000,00	20,00%	-
Parmalat-FIDC	6.000	150.000.000,00	3.750	127.500.000,00	2.250	22.500.000,00	15,00%	DI + 1,70%
Chemical FIDC	20.000	500.000.000,00	8.000	200.000.000,00	-	-	11,00%	113,50% do DI
FIDC PIPS - Caixa Brasil Construir Residencial	35.000	105.000.000,00	35.000	105.000.000,00	-	-	-	-
FIDC Caterpillar	60.000.000	60.000.000,00	36.000.000	36.000.000,00	24.000.000	24.000.000,00	40,00%	104,00% do DI
FIDC Caterpillar	60.000.000	60.000.000,00	36.000.000	36.000.000,00	24.000.000	24.000.000,00	40,00%	-
FIDC Omni - Veículos I	80.000.000	80.000.000,00	60.000.000	60.000.000,00	20.000.000	20.000.000,00	25,00%	112,00% do DI
FIDC Omni - Veículos I	80.000.000	80.000.000,00	60.000.000	60.000.000,00	20.000.000	20.000.000,00	25,00%	112,00% do DI
FIDC Omni - Veículos I	80.000.000	80.000.000,00	60.000.000	60.000.000,00	20.000.000	20.000.000,00	25,00%	112,00% do DI
FIDC Omni - Veículos I	80.000.000	80.000.000,00	60.000.000	60.000.000,00	20.000.000	20.000.000,00	25,00%	112,00% do DI
FIDC Omni - Veículos I	80.000.000	80.000.000,00	60.000.000	60.000.000,00	20.000.000	20.000.000,00	25,00%	-
Concórdia Polaris FIDC	5.500	55.000.000,00	-	-	-	-	-	100,00% do DI
FIC FIDC Chemical	11.775	11.775.000,00	-	-	-	-	-	-
FIC FIDC Pactual Recebíveis	11.000	110.000.000,00	-	-	-	-	-	-
FIDC Copesul	30.000	150.000.000,00	25.000	125.000.000,00	5.000	25.000.000,00	15,00%	106,00% do DI
FIDC CPFL Piratininga	43.152	215.760.000,00	41.127	205.635.000,00	2.025	10.125.000,00	4,00%	104,50% do DI
FIDC Credimax	2.355	58.875.000,00	2.000	50.000.000,00	355	8.875.000,00	15,00%	105,00% do DI
FIDC Credimax	2.355	58.875.000,00	2.000	50.000.000,00	355	8.875.000,00	15,00%	105,00% do DI
FIDC Credimax	2.355	58.875.000,00	2.000	50.000.000,00	355	8.875.000,00	15,00%	105,00% do DI
Concórdia Polaris FIDC	5.500	55.000.000,00	-	-	-	-	-	100,00% do DI
RB Fidúcia High Income Institucional FIDC	6.000	150.000.000,00	-	-	-	-	-	-
BMG FIDC – Servidores Públicos II	316.000	316.000.000,00	237.000	237.000,00	79.000	79.000.000,00	25,00%	108,00% do DI
BMG FIDC – Servidores Públicos II	316.000	316.000.000,00	237.000	237.000,00	79.000	79.000.000,00	25,00%	-
FIDC Tahiti	40.000.000	40.000.000,00	28.000.000	28.000.000,00	12.000	12.000,00	30,00%	110,00% do DI
FIDC Tahiti	40.000.000	40.000.000,00	28.000.000	28.000.000,00	12.000	12.000,00	30,00%	-
Multi Recebíveis FIDC	88.000.000	88.000.000,00	70.000.000	70.000.000,00	18.000.000	18.000.000,00	20,00%	115,00% do DI
Multi Recebíveis FIDC	88.000.000	88.000.000,00	70.000.000	70.000.000,00	18.000.000	18.000.000,00	20,00%	-
Schahin Cifra Servidores Públicos FIDC	4.000	100.000.000,00	3.200	80.000.000,00	800	20.000.000,00	20,00%	109,00% do DI
FIDC Millingmax	12.040	60.200.000,00	10.000	50.000.000,00	2.040	10.200.000,00	17,00%	DI + 3,00%
Amanco FIDC	1.200	60.000.000,00	960	48.000.000,00	240	12.000.000,00	20,00%	110,00% do DI
FIDC BGN Premium I - Crédito Consignado	6.820	170.500.000,00	6.000	150.000.000,00	820	20.500.000,00	15,00%	107,00% do DI
FIDC BGN Premium I - Crédito Consignado	6.820	170.500.000,00	6.000	150.000.000,00	820	20.500.000,00	15,00%	108,00% do DI
FIDC Creditórios Bancoop I	60.000	60.000.000,00	48.000	48.000.000,00	12.000	12.000.000,00	20,00%	IGP-M + 12,50%
FIDC Creditórios Bancoop I	60.000	60.000.000,00	48.000	48.000.000,00	12.000	12.000.000,00	20,00%	-
BMG FIDC – Servidores Públicos II	316.000	316.000.000,00	237.000	237.000,00	79.000	79.000.000,00	25,00%	108,00% do DI
BMG FIDC – Servidores Públicos II	316.000	316.000.000,00	237.000	237.000,00	79.000	79.000.000,00	25,00%	-
Federal FIDC	30.000	3.000.000,00	15.000	1.500.000,00	15.000	1.500.000,00	50,00%	2,87% a.m.
BMG FIDC – Servidores Públicos II	316.000	316.000.000,00	237.000	237.000,00	79.000	79.000.000,00	25,00%	108,00% do DI

Nome Resumido	Quantidade de Cotas do Fundo	Patrimônio do Fundo na Data de Emissão	Quantidade de Cotas Seniores	Volume das Cotas Seniores na Data de Emissão	Quantidade de Cotas Subordinadas	Volume das Cotas Subordinadas na Data de Emissão	Nível de Subordinação	Rendimento Alvo (Benchmark)
BMG FIDC – Servidores Públicos II	316.000	316.000.000,00	237.000	237.000,00	79.000	79.000.000,00	25,00%	-
BMG FIDC – Servidores Públicos III	300.000.000	300.000.000,00	225.000.000	225.000.000,00	75.000.000	75.000.000,00	25,00%	108,00% do DI
BMG FIDC – Servidores Públicos III	300.000.000	300.000.000,00	225.000.000	225.000.000,00	75.000.000	75.000.000,00	25,00%	-
Gradiente Eletrônica FIDC	105.000.000	105.000.000,00	78.750.000	78.750.000,00	26.250.000	26.250.000,00	25,00%	112,00% do DI
FIDC Omni - Veículos I	80.000.000	80.000.000,00	60.000.000	60.000.000,00	20.000.000	20.000.000,00	25,00%	112,00% do DI
FIDC Bonsucesso – Emprést. com Consignação	100.000.000	100.000.000,00	38.500.000	38.500.000,00	11.500.000	11.500.000,00	23,00%	109,00% do DI
Furnas I - FIDC	13.454	336.350.000,00	-	-	-	-	-	Selic + 0,50%
BMG FIDC – Servidores Públicos III	300.000.000	300.000.000,00	225.000.000	225.000.000,00	75.000.000	75.000.000,00	25,00%	108,00% do DI
FIDC Sansuy	25.000.000	25.000.000,00	20.250.000	20.250.000,00	4.750.000	4.750.000,00	19,00%	112,00% do DI
Multi Recebíveis FIDC	88.000.000	88.000.000,00	70.000.000	70.000.000,00	18.000.000	18.000.000,00	20,00%	115,00% do DI
FIDC Matone - Emprést. a Serv. Públicos	100.000.000	100.000.000,00	75.000.000	75.000.000,00	25.000.000	25.000.000,00	25,00%	110,00% do DI
GP Aetatis II - FIDC Imobiliários	8.000	200.000.000,00	-	-	-	-	-	IGP-M + 10,50%
FIDC Lojas Colombo	200.000	200.000.000,00	160.000	160.000.000,00	40.000	40.000.000,00	20,00%	DI + 1,00%
Banco Luso FIDC – Emprést. com Consignação	100.000.000	100.000.000,00	73.000.000	73.000.000,00	27.000.000	27.000.000,00	22,00%	109,00% do DI
ASM FIDC – Carteira Imobiliária	1.000.000	1.000.000.000,00	-	-	-	-	-	-
FIDC CESP	1.575	472.500.000,00	1.500	450.000.000,00	75	22.500.000,00	-	DI + 1,90%
ASM - FIDC - FCVS	1.000.000	1.000.000.000,00	600.000	600.000.000,00	400.000	400.000.000,00	40,00%	-
BMG FIDC INSS - Crédito Consignado IV	150.000.000	150.000.000,00	120.000.000	120.000.000,00	30.000.000	30.000.000,00	20,00%	108,00% do DI
Tribanco-Martins FIDC	1.000	100.000.000,00	800	80.000.000,00	200	20.000.000,00	20,00%	105,00% do DI
FIDC Omni Veículos - II	130.000	130.000.000,00	104.000	104.000.000,00	26.000	26.000.000,00	20,00%	108,00% do DI
FIDC BCSul Verax - Crédito Consignado II	30.000	300.000.000,00	22.500	225.000.000,00	7.500	75.000.000,00	25,00%	110,00% do DI
Pine Crédito Consignado I - FIDC	100.000	100.000.000,00	77.000	77.000.000,00	23.000	23.000.000,00	23,00%	109,00% do DI
Ourinvest FIDC - Veículos	40.000.000	40.000.000,00	30.000.000	30.000.000,00	10.000.000	10.000.000,00	13,00%	112,00% do DI
Ourinvest FIDC - Veículos	40.000.000	40.000.000,00	30.000.000	30.000.000,00	10.000.000	10.000.000,00	13,00%	-
Itaú Institucional FIC FIDC	200.000.000	200.000.000,00	-	-	-	-	-	-
Ficap FIDC	41.000.000	50.000.000,00	40.000.000	40.000.000,00	1.000.000	10.000.000,00	20,00%	107,00% do DI
Furnas II - FIDC	1.095.605	878.712.110,00	878.495	878.495.000,00	217.110	217.110,00	1,00%	DI + 1,20%
MaxCred FIDC	12.500	100.002.500,00	10.000	100.000.000,00	2.500	2.500,00	20,00%	113,75% do DI
FIDC BGN - Life - Crédito Consignado	424.700	424.700.000,00	400.000	400.000.000,00	24.700	24.700.000,00	6,00%	110,00% do DI
FIDC Exodus I	20	500.000,00	8	200.000,00	20	500.000,00	25,00%	100,00% do DI
FIDC Exodus I	20	500.000,00	12	300.000,00	20	500.000,00	25,00%	100,00% do DI
FIDC - INSS I	375.000.000	375.000.000,00	300.000.000	300.000.000,00	75.000.000	75.000.000,00	20,00%	110,00% do DI
FIDC BES I Crédito Consignado	2.000	50.000.000,00	-	-	-	-	-	-
Multi Recebíveis FIDC	88.000.000	88.000.000,00	70.000.000	70.000.000,00	18.000.000	18.000.000,00	20,00%	115,00% do DI
FIDC Quality Energia	2.000	1.000.000.000,00	-	-	-	-	-	IGP-M + 10,00%
FIDC Sistema Cataguazes-Leopoldina	1.120	220.500.000,00	700	210.000.000,00	420	10.500.000,00	5,00%	109,00% do DI
FIDC Bonsucesso – Emprést. com Consignação	100.000.000	100.000.000,00	38.500.000	38.500.000,00	11.500.000	11.500.000,00	23,00%	110,00% do DI
FIDC Abimaq	20.000.000	20.000.000,00	-	-	-	-	-	120,00% do DI
Eccelera FIDC	2.025	202.500.000,00	2.000	200.000.000,00	25	2.500.000,00	1,23%	-
Eccelera FIDC	2.025	202.500.000,00	2.000	200.000.000,00	25	2.500.000,00	1,23%	-
FIDC BMC Premium - Veículos	4.734	118.350.000,00	4.000	100.000.000,00	734	18.350.000,00	15,50%	109,00% do DI
Ourinvest FIDC - Veículos	40.000.000	40.000.000,00	30.000.000	30.000.000,00	10.000.000	10.000.000,00	13,00%	110,00% do DI
Ourinvest FIDC - Veículos	40.000.000	40.000.000,00	30.000.000	30.000.000,00	10.000.000	10.000.000,00	13,00%	-
GP Aetatis II - FIDC Imobiliários	8.000	200.000.000,00	-	-	-	-	-	IGP-M + 10,50%
Ourinvest FIDC - Veículos	40.000.000	40.000.000,00	30.000.000	30.000.000,00	10.000.000	10.000.000,00	13,00%	110,00% do DI
Ourinvest FIDC - Veículos	40.000.000	40.000.000,00	30.000.000	30.000.000,00	10.000.000	10.000.000,00	13,00%	-
FIDC Zoomp	12.500	60.000.000,00	10.000	48.000.000,00	2.500	12.000.000,00	20,00%	109,00% do DI
Gradiente Eletrônica FIDC	105.000.000	105.000.000,00	78.750.000	78.750.000,00	26.250.000	26.250.000,00	25,00%	109,00% do DI

Nome Resumido	Quantidade de Cotas do Fundo	Patrimônio do Fundo na Data de Emissão	Quantidade de Cotas Seniores	Volume das Cotas Seniores na Data de Emissão	Quantidade de Cotas Subordinadas	Volume das Cotas Subordinadas na Data de Emissão	Nível de Subordinação	Rendimento Alvo (Benchmark)
Lecca FIDC	60.000.000	60.000.000,00	45.000.000	45.000.000,00	15.000.000	15.000.000,00	25,00%	100,00% do DI
FIDC BGN Premium I - Crédito Consignado	6.820	170.500.000,00	6.000	150.000.000,00	820	20.500.000,00	15,00%	108,00% do DI
FIC FIDC Caixa Pactual	50.000	500.000.000,00	-	-	-	-	-	-
FIDC CESP II	2.100	682.500.000,00	2.000	650.000.000,00	100	32.500.000,00	5,00%	DI + 1,65%
Ourinvest FIDC - Veículos	40.000.000	40.000.000,00	30.000.000	30.000.000,00	10.000.000	10.000.000,00	13,00%	110,00% do DI
Ourinvest FIDC - Veículos	40.000.000	40.000.000,00	30.000.000	30.000.000,00	10.000.000	10.000.000,00	13,00%	-
FIDC Motorola Industrial	554.640	554.640.000,00	538.000	538.000.000,00	16.640	16.640.000,00	3,00%	105,40% do DI
FIDC BGN - Life - Crédito Consignado	424.700	424.700.000,00	400.000	400.000.000,00	24.700	24.700.000,00	6,00%	108,50% do DI
Mellon FIDC - Royalties de Petróleo	2.704	2.703.900.000,00	600	600.000.000,00	2.104	2.103.900.000,00	9,09%	110,00% do DI
FIDC - INSS II	106.250.000	106.250.000,00	85.000.000	85.000.000,00	21.250.000	21.250.000,00	20,00%	110,00% do DI
Chemical II- FIDC	56.000	440.000.000,00	16.000	400.000.000,00	40.000	40.000.000,00	10,00%	103,75% do DI
ibiTrust FIDC Financeiros	4.000	100.000.000,00	3.200	80.000.000,00	800	20.000.000,00	20,00%	103,95% do DI
FIDC Ficsa Financiamento de Veículos	11.668.400	46.667.000,00	1.400	35.000.000,00	11.667	11.667.000,00	25,00%	109,00% do DI
FIDC Matone Empréstimos Consignados	200.000.000	200.000.000,00	150.000.000	150.000.000,00	50.000.000	50.000.000,00	25,00%	109,00% do DI
FIDC Empresarial LP	10.000	10.000.000,00	2.500	2.500.000,00	7.500	7.500.000,00	75,00%	105,00% do DI
FIDC Anhanguera	600.000	600.000.000,00	-	-	-	-	-	PTAX + 4,00%
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
BMG FIDC - Crédito Consignado Privado I	374.500.000	374.500.000,00	297.500.000	297.500.000,00	77.000.000	77.000.000,00	21,00%	-
Credibel FIDC - Veículos e INSS	1.000	25.000.000,00	700	17.500.000,00	300	7.500.000,00	25,00%	110,00% do DI
Ourinvest FIDC - Veículos	40.000.000	40.000.000,00	30.000.000	30.000.000,00	10.000.000	10.000.000,00	13,00%	110,00% do DI
Ourinvest FIDC - Veículos	40.000.000	40.000.000,00	30.000.000	30.000.000,00	10.000.000	10.000.000,00	13,00%	-
FIDC BCSul Verax - Crédito Consignado II	30.000	300.000.000,00	22.500	225.000.000,00	7.500	75.000.000,00	25,00%	110,00% do DI
FIDC GP INSS I	100.000.000	100.000.000,00	80.000.000	80.000.000,00	20.000.000	20.000.000,00	20,00%	DI + 2,00%
FIDC GP INSS I	100.000.000	100.000.000,00	80.000.000	80.000.000,00	20.000.000	20.000.000,00	20,00%	-

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)