

ODILON FERRARONI TEIXEIRA

**AS CONDIÇÕES DE LIQUIDEZ NO MERCADO
SECUNDÁRIO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM
DIREITOS CREDITÓRIOS**

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.

ODILON FERRARONI TEIXEIRA

**AS CONDIÇÕES DE LIQUIDEZ NO MERCADO
SECUNDÁRIO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM
DIREITOS CREDITÓRIOS**

Dissertação de Mestrado apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia pelo Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, sob a orientação do Prof., Doutor Nelson Carneiro.

**PUC - SP
2006**

Comissão Julgadora:

.....

.

.....

.

.....

Agradecimentos

Ao Prof., Doutor Nelson Carneiro, ao Prof., Doutor Claudio Jacob e ao Mestre Marcelo Botter, pelas preciosas orientações.

À Janaína, pelo seu amor, incentivo e apoio incondicional. À minha família: minha mãe Wanda, meu irmão Otavio e meu pai Octavio (*in memoriam*), por sua presença constante.

Ao Alexandre Zákia Albert, pelo empenho e contribuição para o desenvolvimento da indústria dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

Aos amigos Fabio Sonoda, Erik Biasetto e Charles Toledo, por contribuírem para valorizar e engrandecer este trabalho.

Resumo

O presente trabalho estuda o desenvolvimento no mercado secundário dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Brasil, autorizados pelo Conselho Monetário Nacional em 29 de novembro de 2001, pela Resolução CMN 2.907. O trabalho verifica as alternativas para aumentar a negociação das cotas dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no mercado secundário, por meio da análise dos produtos já desenvolvidos no Brasil e do entendimento do desenvolvimento do mercado de securitização dos Estados Unidos e Europa. A metodologia utilizada no trabalho baseia-se em pesquisas bibliográficas, que visa primordialmente à fundamentação conceitual e teórica de alguns conceitos básicos de investimento financeiro, como a relação entre risco e retorno dos ativos, correlação de ativos e diversificação do investimento, que ajudarão a apresentar os Fundos de Investimento, e mais especificamente os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios como alternativa de investimento interessante, visto seu potencial de retorno em relação aos seus riscos. Através do conhecimento empírico do autor na estruturação, distribuição de cotas e administração dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, o trabalho analisa o desenvolvimento do mercado secundário do produto no Brasil, considerando também os potenciais investidores para o produto. O estudo conclui que, além da concorrência da remuneração dos títulos públicos, a falta de produtos com estruturas diferenciadas e a ausência de padronização dos documentos de distribuição das cotas dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, que é um produto com grau de sofisticação e complexidade inerente a uma operação de securitização de recebíveis, somado à deficiência para marcar a mercado as cotas do FIDC e os direitos creditórios integrantes da carteira do fundo, dificultam a negociação do ativo no mercado secundário. Adicionalmente, para o desenvolvimento do mercado secundário, o estudo aponta aspectos mercadológicos e de regulamentação que podem ser aperfeiçoados.

Palavras-Chave: direitos creditórios, securitização e mercado secundário.

Abstract

This study examines the development of the secondary market for Credit Rights Investment Funds (CRIFs) in Brazil, which were authorized by the Brazilian National Monetary Council on November 29th 2001 through Resolution CMN 2,907. The study verifies the alternatives for the increase in the trading of the shares of these funds in the secondary market through the analysis of products which are already developed in Brazil and the understanding of the development of the securitization market in the United States and Europe.

The methodology utilized by this study is based on bibliographic research that primordially views the conceptual and theoretical basis of some basic financial investment perceptions, such as the relationship between the risk and return of assets, and the correlation of assets and investment diversification which will help present Investment Funds, and more specifically Credit Rights Investment Funds as interesting alternatives in light of their positive return potential in relation to their risks. Through the author's empirical knowledge of the structuring, share distribution, and administration of CRIFs, the study analyzes the development of this product's secondary market in Brazil, while also considering the potential investors for this product. The study concludes that a number of factors make it difficult to trade this asset on the secondary market. Among which are the following: competition from the remuneration of public bonds; the lack of products with differentiated structures; the absence of standardization for the distribution documents pertaining to the shares of Credit Rights Investment Funds; the degree of sophistication and complexity that is inherent to this type of new securitization transaction, and the deficiency in marking to market CRIF shares as well as the credit rights which make up the portfolio of a fund. The study also points out certain market and regulatory aspects which must be perfected in order to develop a strong secondary market for these funds.

Keywords: *credit rights, securitization and secondary market.*

Sumário

INTRODUÇÃO	6
CAPÍTULO 1: ASPECTOS DA TEORIA DE INVESTIMENTOS FINANCEIROS.....	8
1.1. RETORNO E RISCO FINANCEIRO	8
1.2. DIVERSIFICAÇÃO DO RISCO	13
1.3. O MODELO DE FORMAÇÃO DE PREÇOS DE ATIVOS DE CAPITAL (CAPM).....	15
1.4. FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	17
CAPÍTULO 2 – OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS	22
2.1. CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS.....	22
2.2. FLUXO DE AQUISIÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS PELO FIDC	29
2.3. CONTABILIZAÇÃO DOS ATIVOS DO FIDC	32
2.4. TRIBUTAÇÃO PARA O INVESTIDOR.....	34
CAPÍTULO 3 – DINÂMICA DA INDÚSTRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIO E SEU POTENCIAL DE LIQUIDEZ.....	37
3.1. A NEGOCIAÇÃO DAS COTAS DOS FIDC FECHADOS	37
3.2. MERCADO PRIMÁRIO DE FIDC	40
3.3. A LIQUIDEZ DOS FIDC NO MERCADO SECUNDÁRIO.....	48
3.4. Os INVESTIDORES POTENCIAIS DE FIDC	60
3.5. ASPECTOS RELEVANTES DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS AMERICANO E EUROPEU.....	63
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	75
ANEXO I - FATORES DE RISCO DOS FIDC	77
ANEXO II - O CASO “FIDC PARMALAT”	81
ANEXO III - SIGNIFICADO DE CADA NOTA (ESCALA INTERNACIONAL) DADO PELA SR RATING - EMPRESA NACIONAL DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO.....	85

Lista de tabelas, diagramas e gráficos

Tabelas

TABELA 1.1 - INTERPRETAÇÃO DE COEFICIENTES BETAS.....	16
TABELA 1.2 – TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO	19
TABELA 2.1 – IR PARA FUNDOS DE LONGO PRAZO	35
TABELA 2.2 – IR PARA FUNDOS DE CURTO PRAZO	35
TABELA 3.1 – RANKING DOS 20 MAIORES FIDC POR PATRIMÔNIO DE COTAS SENIORES	42
TABELA 3.2 – EVOLUÇÃO MENSAL DAS OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DEFINITIVA RESGISTRADAS NO SELIC (R\$ Milhões)	49
TABELA 3.3 – VOLUME DE COTAS DE FIDC POR TIPO DE INVESTIDOR... ..	51
TABELA 3.4 – VOLUME DE COTAS DE FIDC POR ESTADO	52
TABELA 3.5 – VOLUME DE FIDC NEGOCIADO NO MERCADO SECUNDÁRIO DA BOVESPA	53
TABELA 3.6 – LEVANTAMENTO DE NEGÓCIOS REALIZADOS COM COTAS DE FIDC NA BOVESPA (de 27/01/2006 a 27/02/2006).....	54
TABELA 3.7 – SIMULAÇÃO DE RESULTADOS NAS NEGOCIAÇÕES DO MERCADO SECUNDÁRIO DE FIDC.....	57
TABELA 3.8 – EMISSÃO DE TÍTULOS DE RENDA FIXA NO MERCADO AMERICANO:	66
TABELA 3.9 – AVERAGE DAILY TRADING ⁽¹⁾ COLUME OF AGENCY MBS - YARLY (US\$ MILLIONS)	67
TABELA 3.10 – NÚMEROS TOTAIS DE EMISSÕES PÚBLICAS NO MERCADO EUROPEU (1987-1995):	68

Diagramas

DIAGRAMA 2.1: PROCESSO DE CESSÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS	30
--	----

Gráficos

Gráfico 1.1: RELAÇÃO RETORNO VERSUS RISCO.....	11
GRÁFICO 3.1 – EVOLUÇÃO DO PATRIMÔNIO DAS COTAS SENIORES DOS FIDC (R\$ MILHÕES).....	41
GRÁFICO 3.2 – OFERTAS PÚBLICAS DE COTAS POR TIPO DE RECEBÍVEL	43
GRÁFICO 3.3 – OFERTA DE FUNDOS FECHADOS REGISTRADOS NA CVM	45
GRÁFICO 3.4 – PRAZO MÉDIO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL INTERNA	50
GRÁFICO 3.5 – PROJEÇÃO DA TAXA DI	59

Lista de siglas

ABRASCA	Associação Brasileira das Companhias Abertas
ABS	Asset Backed Securities
ANBID	Associação Nacional dos Bancos de Investimento
ANDIMA	Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
BACEN	Banco Central do Brasil
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CBLC	Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia
CCB	Certificado de Crédito Bancário
CCF	Cadastro de Emitentes de Cheques sem Fundos
CDO	Collateralized Debt Obligations
CMN	Conselho Monetário Nacional
CMO	Collateralized Mortgage Obligations
COSIF	Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FIDC	Fundo de Investimento em Direito Creditório
FIC FIDC	Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Direito Creditório
FHLMX	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FNMA	Federal National Mortgage Association
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IR	Imposto de Renda

IRF	Imposto de Renda retido na Fonte
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
LTV	Loan-to-Value Ratio
MBS	Mortgage Backed Securities
OCC	U.S. Office of the Controller of the Currency
PTI	Payment-to-Income Ratio
SPE	Sociedade de Propósito Específico
UK	Reino Unido

Introdução

O tema desta dissertação é a liquidez do mercado secundário dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios. A matéria a ser abordada é que, apesar do mercado primário dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios estar mostrando que o produto tem tido demanda de investidores institucionais, o mercado secundário encontra-se com baixa liquidez devido, entre outros fatores, à concorrência dos títulos públicos, deficiências dos produtos em atender as necessidades dos investidores, abrangência do público de investidores e a limitações regulamentares.

O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios é um produto recente no mercado financeiro brasileiro e não há ainda estudos extensos sobre o tema. A única estrutura de securitização de recebíveis testada do FIDC, ainda assim apenas quanto aos aspectos operacional e administrativo, foi o caso do FIDC Parmalat relatado no anexo II do presente trabalho. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios foram autorizados pelo Conselho Monetário Nacional em 29 de novembro de 2001 pela Resolução CMN 2.907, e surgem com condições de proporcionar benefícios às empresas tomadoras de recursos e, simultaneamente, a investidores, impulsionando dessa forma o desenvolvimento econômico do país. Dentre os principais benefícios proporcionados a empresas, podem-se destacar o acesso a recursos (que podem apresentar taxas de juros inferiores aos praticados nos empréstimos bancários), a elevação dos índices de liquidez da empresa, a possibilidade de acesso para pequenas empresas ao mercado de capitais e a reestruturação de endividamento, com a diversificação das fontes de captação de recursos.

Para os investidores, de forma similar aos fundos de investimento, o FIDC é uma opção interessante para diversificar o capital através de um produto de renda fixa,

cuja estrutura tende a minimizar o risco de crédito de uma empresa que deseja captar recursos, mas com expectativa de retornos superiores às alternativas mais tradicionais de investimento.

O presente trabalho está dividido em 3 capítulos. No capítulo 1 estão relacionados alguns conceitos básicos de investimento financeiro, como a relação entre risco e retorno dos ativos, correlação entre ativos e diversificação do investimento, para apresentar os Fundos de Investimento como importante alternativa de aplicação para os investidores remunerarem seus recursos de forma eficiente. Após esta primeira parte, segue-se o capítulo 2 que apresenta o Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios, cuja regulamentação própria está definida pelas Instruções 356 e 393 da CVM. O capítulo 3 apresenta a dinâmica atual da indústria dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios analisando (i) os números de crescimento das operações, tanto no mercado primário como também no mercado secundário, (ii) as possíveis estruturas para o produto e (iii) o investidores potenciais, entre eles as companhias seguradoras, sociedades de capitalização e as entidades abertas e fechadas de previdência complementar. Adicionalmente, neste capítulo, são relacionados aspectos do desenvolvimento do mercado de securitização americano e europeu. Por último, está à conclusão dos capítulos apresentados, apontando aspectos mercadológico e de regulamentação que podem ainda ser desenvolvidos para aumentar a negociação do produto no mercado secundário de bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado.

Capítulo 1: Aspectos da Teoria de Investimentos Financeiros

O presente capítulo tem o propósito de fornecer ao leitor o entendimento sobre alguns conceitos básicos de finanças, a fim de facilitar a compreensão de termos adotados nos demais capítulos. Adicionalmente, o capítulo apresenta os Fundos de Investimento como alternativas simples de investir em um mercado financeiro, onde a complexidade e a diversidade aumentam a cada dia.

1.1. Retorno e Risco Financeiro

O conceito financeiro “risco x retorno” descreve que os retornos financeiros e os riscos estão diretamente associados. Assim, quanto maior a expectativa de retorno de um investimento, maior será o risco do investimento.

GITMAN (1997, página 203) classifica o retorno financeiro como “o total de ganhos ou prejuízos dos proprietários, decorrentes de um investimento durante um determinado período de tempo”, sendo calculado considerando-se as mudanças de valor do ativo, mais qualquer distribuição de caixa durante o período, cujo resultado é dividido pelo valor do investimento no início do período.

$$k_t = \frac{P_t - P_{t-1} + C_t}{P_{t-1}}$$

Onde,

k_t = taxa de retorno esperada, ou atual, ou esperada, durante o período t .

P_t = preço (valor) do ativo no tempo t .

P_{t-1} = preço (valor) do ativo no tempo $t-1$.

C_t = caixa (fluxo) recebido do investimento no ativo no período de $t-1$ a t .

Para analisar o retorno de um ativo, é importante ainda considerar os custos de manutenção e os riscos relacionados ao investimento. KEYNES (1985, página 159), em sua Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, descreve três atributos que os diversos tipos de bens possuem em graus diferentes, que influenciam a chamada retribuição total de um bem e que devem ser considerados também no momento da realização de um investimento, conforme disposto a seguir:

- i. Alguns bens dão rendimento ou produção q , medidos em termos de si mesmos, para facilitarem algum processo de produção ou prestarem serviço a um consumidor.
- ii. A maioria dos bens, excetuando o dinheiro, sofre desgastes ou acarreta alguma despesa pelo simples correr do tempo (independentemente de qualquer alteração de seu preço relativo), sejam ou não utilizados em produzir rendimento; isto é, implicam um custo de manutenção c medidos em termos de si mesmos. Para o nosso objetivo presente, não importa saber exatamente onde colocaremos a linha de separação entre os custos que deduzimos antes de calcular q e os que incluímos em c , visto que a seguir apenas nos ocuparemos de $q - c$.
- iii. Finalmente, o poder de dispor de um bem durante certo tempo pode oferecer alguma conveniência ou segurança potencial que não é igual para os bens de natureza diferente, embora sejam do mesmo valor inicial. Não há, por assim dizer, qualquer resultado em forma de produção no fim do período considerado e, mesmo assim, trata-se de algo pelo qual as pessoas estão dispostas a pagar um preço. Chamaremos prêmio de liquidez l de certo bem ao montante (medido em termos de si mesmo) que as pessoas estão dispostas a pagar pela conveniência ou segurança potenciais proporcionadas pelo poder de dispor dele (excluindo o rendimento ou os custos de manutenção que lhe são próprios).

Deduz-se que a retribuição total que se espera da propriedade de um bem, durante certo período, é igual ao seu rendimento *menos* o seu custo de manutenção mais o seu prêmio de liquidez, ou seja, a $q - c + l$. Por outras palavras, $q - c + l$ é a taxa de juros específica de qualquer bem, onde q , c e l se medem em unidade de si mesmos como padrão.

O Risco de uma aplicação financeira, por sua vez, é a possibilidade do retorno de um ativo ter um aumento ou redução não previstos. Todo investimento está sujeito a algum tipo de risco, em maior ou menor intensidade.

Uma importante forma de identificar o risco de um ativo é medir sua volatilidade. A volatilidade, também chamada de Desvio Padrão, representa quanto à rentabilidade de um ativo financeiro varia em torno de sua rentabilidade média em determinado período de tempo. A fórmula para o cálculo da volatilidade é:

$$\text{Volatilidade} = \sqrt{\left(\frac{\sum_{1}^{n} (x_n - x_{\text{médio}})^2}{n - 1} \right)}$$

Onde,

- X_n = rentabilidade do ativo no período n ,
- $X_{\text{médio}}$ = rentabilidade média do ativo no período n .

William Sharpe criou, em 1966, um índice para medir o preço do risco, ou prêmio recebido por risco assumido. O Índice de Sharpe é o resultado da divisão da média aritmética dos retornos excedentes oferecidos pelo investimento em certa periodicidade, dividido pelo desvio padrão desses retornos, conforme a fórmula a seguir:

$$IS = \frac{E(R_{\text{risco}}) - R_{\text{semrisco}}}{\sigma_{\text{risco}}}$$

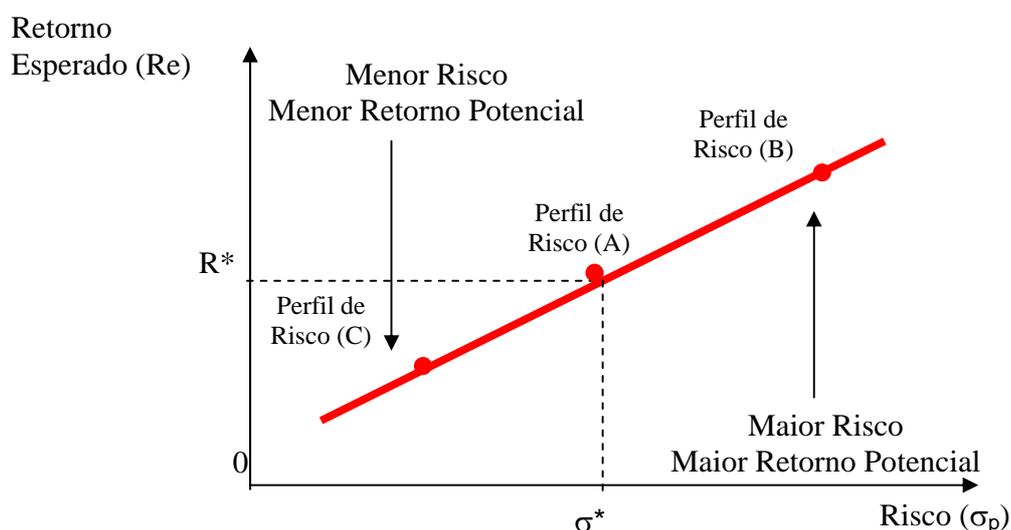
$E(R_{\text{risco}})$ = rentabilidade esperada de uma aplicação com risco maior que zero;

R_{semrisco} = rentabilidade de uma aplicação sem risco maior;

σ_{risco} = volatilidade ou desvio padrão do investimento com risco.

Ao comparar o Índice de Sharpe de aplicações financeiras, calculados pelo mesmo critério, devido o índice ser um indicador da relação retorno e risco, melhor o investimento quanto maior o número obtido. Desta forma, conforme disposto no Gráfico 1.1, existe um *trade-off* na gestão de uma carteira de ativos, isto é, a possibilidade de substituição entre risco e retorno para adequar o perfil de risco do investimento.

Gráfico 1.1: RELAÇÃO RETORNO VERSUS RISCO



Fonte: Gráfico elaborado pelo próprio autor.

Entre os tipos de riscos que estão expostas às aplicações financeiras, destacam-se, de forma não taxativa: os Riscos de Mercado, Liquidez, Crédito, Volatilidade, Variação Cambial e Interferência dos Órgãos Reguladores.

O risco de Mercado está associado a alterações na economia (internacional ou doméstica), podendo ocorrer em maior ou menor grau, dependendo dos movimentos das taxas de juros, oscilações do câmbio e/ou dos preços de ativos. É também a

possibilidade de ocorrer mudanças no valor do seu investimento em função de notícia ou acontecimento. Um exemplo simples ocorre na bolsa de valores: se uma empresa anuncia que terá um grande lucro, o preço de sua ação tende a aumentar; o contrário também pode ocorrer: se uma empresa anuncia um resultado extremamente ruim, o preço da ação tende a cair.

O conceito de liquidez deve ser entendido como uma medida da facilidade de converter um ativo em dinheiro. O Risco de Liquidez ocorre quando, por algum motivo, a liquidez de determinado ativo fica comprometida (faltam compradores ou vendedores) ou, ao contrário, quando há excesso de interessados. Esses movimentos podem afetar negativa ou positivamente o desempenho de uma aplicação.

A possibilidade do emissor de um título não honrar o pagamento, tanto do valor originalmente investido quanto dos juros caracteriza o Risco de Crédito.

O Risco de Volatilidade, por sua vez, está associado à possibilidade de oscilação (positiva ou negativa) do preço dos ativos, visto que quanto maior a oscilação, maior o risco.

Semelhante ao Risco de Volatilidade, o Risco de Variação Cambial é a possibilidade de oscilação brusca (positiva ou negativa) na taxa de câmbio. Este risco também pode afetar a rentabilidade de uma aplicação que tem como base alguma moeda estrangeira.

As aplicações financeiras podem sofrer perdas também decorrentes da Interferência de Órgãos Reguladores. O Risco de Interferência de Órgãos Reguladores pode ocorrer por interferência de alguns órgãos que regulamentam os mercados, como, por exemplo, o Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central ou da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

1.2. Diversificação do risco

A diversificação do investimento reduz o impacto de eventuais perdas, na medida em que aplica em diferentes ativos, que se comportam de maneira diferente às oscilações do mercado. Assim, as perdas em determinados ativos são compensadas pelo bom desempenho de outros. Pode-se considerar que o risco é o resultado da soma do risco não diversificável e do risco diversificável de um ativo.

GITMAN (1997, página 221) descreve o risco diversificável e risco não-diversificável da seguinte forma:

Risco diversificável – que algumas vezes é chamado de risco não-sistemático representa a parcela do risco de um ativo que está associada a causas randômicas e pode ser eliminada por meio da diversificação. É atribuído a eventos específicos da empresa, tais como greves, processos, ações regulatórias e perdas de um importante cliente.

Risco não-diversificável – que algumas vezes é também chamado de risco sistemático é atribuído a fatores de mercado que afetam todas as empresas, e não pode ser eliminado por meio da diversificação. Fatores tais como guerra, inflação, incidentes internacionais e eventos políticos motivam o risco não-diversificável.

O Administrador financeiro deve buscar eliminar o risco diversificável, para se preocupar apenas com o risco não-diversificável e seu potencial de retorno para o investimento.

O risco diversificável pode aumentar ou diminuir de intensidade através da aplicação em ativos com diferentes correlações. Por exemplo, quanto menor for a correlação entre os ativos, isto é, quanto mais próxima ao número negativo (-1) for a correlação dos ativos, maior será as condições de diversificação do risco.

O coeficiente de correlação quantifica a associabilidade entre ativos. Nota-se que existe correlação entre duas ou mais variáveis quando as alterações sofridas por uma delas são acompanhadas por modificações nas outras.

Calculado pela fórmula abaixo, o coeficiente de correlação entre duas variáveis assume valores limitados no intervalo de -1 a 1.

$$\text{Corr}(x, y) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\frac{x_i - \bar{x}}{DP(x)} \right) \left(\frac{y_i - \bar{y}}{DP(y)} \right)$$

Os significados dos valores possíveis do coeficiente de correlação podem ser apresentados da seguinte forma:

- R = +1. Perfeita correlação positiva. Todos os valores das observações estão contidos numa mesma reta com declividade positiva. Neste caso, pode-se ver a perfeita relação entre as observações.
- R próximo de +1. Forte correlação positiva. A maioria dos pares de valores das observações está próxima de uma reta com declividade positiva.
- R próximo de +0. Fraca correlação positiva. A maioria dos pares de valores das observações está afastada de uma reta. Os pares de valores formam uma nuvem sugerindo alguma tendência de declividade positiva.
- R = 0. Não existe nenhuma relação. Todas as observações estão afastadas da reta, formando uma nuvem sem nenhuma tendência nem declividade.
- R próximo de -0. Fraca correlação negativa. A maioria dos pares de valores das observações está afastada de uma reta. Os pares de valores formam uma nuvem sugerindo alguma tendência de declividade negativa.
- R próximo de -1. Forte correlação negativa. A maioria dos pares de valores das observações está próxima de uma reta com declividade negativa.
- R = -1. Perfeita correlação negativa. Todos os valores das observações estão contidos numa mesma reta com declividade negativa. Neste caso, mais uma vez, pode-se ver a perfeita relação linear entre as observações.

Desta forma, uma carteira com 2 ativos que possuem retornos com coeficiente de correlação¹ com perfeita correlação negativa, possibilita ao investimento uma maior diversificação em relação a uma carteira de ativos com perfeita correlação positiva.

1.3. O modelo de formação de preços de ativos de capital (CAPM)

O modelo de formação de preços (CAPM) associa o risco diversificável e o retorno de todos os ativos. O desenvolvimento da teoria do CAPM surgiu com William F. Sharpe e continua evoluindo através da contribuição de diversos autores.

De acordo com o modelo CAPM, para medir o risco não diversificável, calcula-se o coeficiente beta (b), que é um índice que mede a variação do retorno de um ativo em relação à mudança do retorno da carteira representativa do mercado (e que está interpretado na Tabela 1.1 abaixo).

Desta forma, Gitman (1997, página 222) observa que o retorno sobre o ativo “j” (K_j) é calculado pela seguinte fórmula:

$$K_j = a_j + b_j k_m + e_j$$

Onde,

K_j = retorno sobre o ativo “j”;

a_j = o intercepto;

k_m = taxa de retorno exigido sobre a carteira do mercado de títulos;

e_j = erro randômico, o qual reflete o risco diversificável ou não –diversificável do ativo j; e

b_j = coeficiente beta, o qual equivale a $\frac{Cov(k_j, k_m)}{\sigma_m^2}$.

¹ Para o cálculo do coeficiente de correlação devemos usar séries com dados coerentes. Neste contexto, o gráfico de dispersão ajuda a identificar possíveis distorções.

Onde,

$Cov(k_j, k_m)$ = covariância do retorno do ativo j , k_j , e a carteira do mercado k_m ;

σ_m^2 = variância do retorno sobre a carteira do mercado.

TABELA 1.1 - INTERPRETAÇÃO DE COEFICIENTES BETAS

2,0	Ativos movimentam-se na mesma direção do mercado.	Ativo tem duas vezes maior reação ou risco que o mercado.
1,0		Ativo tem mesma reação ou risco que o mercado.
0,5		Ativo tem a metade da reação ou risco que o mercado.
0,0	Ativos não são afetados pelos movimentos de mercado.	
-0,5	Ativos movimentam-se na direção contrária do mercado.	Ativo tem duas vezes maior reação ou risco que o mercado.
-1,0		Ativo tem mesma reação ou risco que o mercado.
-2,0		Ativo tem a metade da reação ou risco que o mercado.

Entre os mecanismos de controle de riscos dos investimentos financeiros, existe (i) a definição do Valor em Risco (VAR), ou montante em risco, como o valor máximo que uma carteira de ativos pode perder em determinado período, sob condições normais de mercado, com uma determinada probabilidade, (ii) o limite de perdas (*Stop Loss*), que representa um mecanismo que cria uma barreira, procurando evitar perdas maiores que as pré-estabelecidas para operações realizadas nas carteiras de ativos, desfazendo-se as posições investidas (iii) o *Stress Test*, que cria uma situação hipotética de stress macroeconômico, para saber até onde chegaria à perda de uma carteira no chamado Cenário de *Stress*, e (iv) o *Back Test*, que consiste em simular a

eficiência de um dado modelo aplicado a um comportamento histórico de um ativo e verificar o quanto ele renderia se tivesse sido comprado no período histórico em questão.

1.4. Fundos de Investimento

O Fundo de Investimento é um condomínio de investidores administrado para alcançar um objetivo comum de remunerar o capital, nos termos estabelecido de um regulamento, somando seus recursos para aumentar o poder de negociação e de diversificação do investimento. O Administrador do Fundo de Investimento aplica seus melhores esforços para gerir o patrimônio dos cotistas, podendo diversificá-los entre os vários ativos disponíveis no mercado, desde que respeitando a política de investimento constante no regulamento do produto.

O Administrador, que é o responsável pela administração da carteira de ativos e passivos do Fundo, recebe uma taxa de administração pela prestação de seu serviço. O regulamento contém não só a política de investimento (títulos e operações financeiras que podem ou não compor os ativos do fundo), mas define também as taxas que serão cobradas pelo administrador e as despesas que pertencerão ao fundo.

O fundo de investimento é a melhor alternativa para o investidor que não possui conhecimento técnico necessário, para analisar os diversos tipos de riscos e retornos dos ativos financeiros disponíveis para aplicação no mercado. O fundo de investimento permite ao investidor repassar o trabalho de análise e avaliação das melhores oportunidades de remuneração, e dos diversos tipos de riscos relacionados neste capítulo, a uma instituição especializada neste serviço, podendo diversificar o investimento através da aplicação em um fundo que escolherá uma carteira de ativos administrados, de acordo com suas necessidades (verificar Tabela 1.2), com indicadores de mecanismos de controle financeiros como o cálculo do VAR, além

dos demais mecanismos de gerenciamento de risco adotados pelos administradores como *Stop Loss*, *Stress Test*, e *Back Test* das carteiras de ativos.

Ao aplicar em um fundo de investimento, os recursos do investidor são transformados em cotas. Cada investidor terá uma quantidade de cotas proporcional aos recursos investidos. A cota permite a igualdade entre os cotistas, pois é única e cada cotista possui uma quantidade de cotas, que é referente ao seu valor investido, e que representa uma fração da carteira de ativos.

Desta forma, qualquer investidor pode verificar o valor de sua aplicação utilizando o seguinte cálculo:

Valor Financeiro no dia (R\$) = Quantidade de Cotas x Valor da Cota no dia

Exemplo:

Valor da cota no dia : 12,425478

Quantidade de cotas: 8.047,980126

Valor Financeiro: R\$ 100.000,00

Portanto, diferente da aplicação nos Fundos de Investimento, a aquisição direta de ativos exige do investidor um elevado capital para poder negociar volumes padrões dos ativos no mercado, e diversificar o investimento em aplicações distintas e conhecimento técnico para analisar e definir o investimento dentro das várias opções de aplicação disponíveis no mercado.

O Fundo de Investimento destina-se à aplicação em carteira diversificada de ativos financeiros e demais modalidades operacionais do mercado financeiro (compra de títulos públicos, títulos privados, operações nos mercados de derivativos, etc...). Conforme detalhada na Tabela 1.2, a classificação dos fundos de investimento, especificadas pelas Instruções CVM 409 e 411, aumenta a transparência dos fundos para melhor atender às necessidades dos investidores.

TABELA 1.2 – TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Tipo	Característica
Curto Prazo	Aplica seus recursos exclusivamente em títulos públicos federais prefixados, indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo de 375 dias e prazo médio da carteira do fundo inferior a 60 dias. Podem utilizar derivativos somente para proteção da carteira e realizar operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais
Referenciado	São fundos que identificam em sua denominação o seu indicador de desempenho (benchmark). Possuem 80%, no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, total ou parcialmente, por títulos de emissão do Tesouro Nacional e/ou do Banco Central do Brasil; títulos e valores mobiliários de renda fixa cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no País. Os Fundos Referenciados têm 95%, no mínimo, da carteira composta por ativos financeiros que os proporcione acompanhar, direta ou indiretamente, a variação do indicador de desempenho (<i>benchmark</i>) escolhido. Podem realizar operações nos mercados de derivativos visando à proteção contra as oscilações da taxa de juros.
Renda Fixa	Um Fundo de Renda Fixa possui, no mínimo, 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou por meio de derivativos, ao fator de risco que o classifica como tal. Os principais fatores de risco da carteira de um fundo classificado como Renda Fixa deve ser a variação da taxa de juros doméstica ou de índice de inflação, ou ambos.
Multimercado	Os fundos classificados como Multimercado devem possuir

	políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco (operações de curto prazo, renda fixa, no mercado de ações, de câmbio ou da dívida externa), sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial.
Ações	Os Fundos de Ações devem possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações negociadas no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado.
Cambial	Um Fundo Cambial possui, no mínimo, 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou por meio de derivativos, ao fator de risco que o classifica como tal. O principal fator de risco da carteira de um fundo classificado como Cambial deve ser a variação de preços de moeda estrangeira.
Dívida Externa	Aplica, no mínimo, 80% de seu patrimônio líquido em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo permitida a aplicação de até 20% do patrimônio líquido em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional.
FIC - Fundo de Investimento em Cotas	FIC é um fundo de investimento em cotas de fundos de investimento destinado, exclusivamente, a aplicação de, no mínimo, 95% do seu capital investido em cotas de fundos de investimento.
Fonte: Instrução CVM 409	

Conforme definido na Instruções CVM 409 e 411, os fundos de investimento em cotas classificados como "Renda Fixa" e "Multimercado" podem investir, até o limite de 10% do patrimônio líquido, em cotas de fundo de investimento imobiliário, em fundos de investimento em direitos creditórios e em fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios² desde que previsto em seus regulamentos.

² As características dos fundos de investimento em direitos creditórios e dos fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios estão descritas no capítulo 2 do presente trabalho.

Os fundos de investimento em cotas classificados "Multimercados", desde que destinados exclusivamente a investidores qualificados, poderão adquirir cotas de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, Fundos de Investimento Imobiliário, Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios nos limites previstos nos seus regulamentos e prospectos.

Capítulo 2 – Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

O capítulo 2 tem o objetivo de apresentar o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, detalhando aspectos estruturais e normativos do produto, como também seu processo básico operacional de funcionamento.

2.1. Características dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) é uma nova modalidade de fundo de investimento que aplica seus recursos, preponderantemente, em direitos creditórios de empresas. Os direitos creditórios, também conhecidos como recebíveis, são direitos ao recebimento de créditos futuros originados de operações nos segmentos financeiros, comercial, industrial, imobiliário de hipotecas, arrendamento mercantil, prestação de serviços, e outros³.

O FIDC foi autorizado pelo Conselho Monetário Nacional em 29 de novembro de 2.001, pela Resolução CMN 2.907. O FIDC possui regulamentação própria que está definida pela Instrução 356 de 17 de dezembro de 2.001, e complementada pela instrução 393 de 21 de novembro de 2003, ambas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O FIDC representa um instrumento de financiamento para empresas por meio da securitização de ativos, sem a necessidade da criação de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), afastando assim a carga fiscal e os custos de criação e manutenção de uma empresa (visto que as operações dos FIDC não acarretam

³ Outros direitos creditórios podem ser considerados, desde que aprovados pela CVM.

pagamento de IRPJ, CSLL, e PIS/COFINS. Há isenção de IR à fonte e CPMF, e o IOF incide com alíquota zero).

Portanto, o FIDC é um instrumento de financiamento capaz de proporcionar as seguintes vantagens para as empresas:

- (i) acesso a recursos para empresas, que podem apresentar prazos maiores e taxas inferiores ao praticado nos empréstimos bancários. Adicionalmente, a estrutura de um FIDC, com seus participantes (Administrador, Custodiante, Empresa de Classificação de Risco, etc) e garantias, podem resultar em uma melhor classificação de risco em relação à empresa quando vista isoladamente;
- (ii) acesso de pequenas empresas ao mercado de capitais;
- (iii) benefício fiscal com isenção de CPMF na revolvência dos direitos creditórios com a otimização de processos operacionais de investimento, financiamento e cobrança de grupos econômicos. Visto que o FIDC possibilita a centralização da cobrança de direitos creditórios e atendimento das necessidades das empresas superavitárias e das empresas deficitárias do grupo através, respectivamente, da aplicação em cotas de FIDC e da captação de recursos por meio de cessão de recebíveis para o fundo;
- (iv) reestruturação de endividamento das empresas, com a diversificação das fontes de captação de recursos; e
- (v) viabilização de estratégias comerciais das empresas. Como o exemplo do Motorola FIDC, que iniciou atividade no mês de novembro de 2005. Este produto, além de ser um financiamento com prazo de 6 anos, está proporcionando à Motorola aumentar o prazo médio de pagamento das duplicatas comerciais devidas por seus clientes pessoas jurídicas de 60 para 120 dias.

Ressalta-se que as vantagens destacadas acima para as empresas pelo FIDC possibilitam um mercado produtivo mais fortalecido para enfrentar eventuais necessidades de recursos em períodos de instabilidade econômica, visto que o crédito bancário fica mais restritivo. Adicionalmente, estes pontos também contribuem para o crescimento da atividade econômica, possibilitando um aumento do prazo de pagamento dos bens e serviços negociados entre a empresa originadora e seus clientes, beneficiando todo o ciclo produtivo.

A operação de compra dos direitos creditórios da operação de securitização pode ser explicada, de uma forma simplista, pelo desconto do valor de face do título por uma determinada taxa de juros, que proporcionará rentabilidade para os investidores do FIDC. Assim, o acesso às pequenas empresas aos recursos do mercado de capitais ocorre de forma diferente da venda direta de títulos privados, visto que o investimento em FIDC não está sujeita ao risco de crédito da empresa cedente, mas sim ao risco de crédito dos clientes desta empresa (que são os devedores dos direitos creditórios).

Alguns exemplos de lastros de direitos creditórios objetos de investimento de fundos em funcionamento no mercado são as Duplicatas, Nota promissória, CDC (Crédito Direto ao Consumidor), Arrecadação de Serviços Públicos (fluxo financeiro), Financiamento/CDC, Contratos, Créditos Consignados e Cheques.

Os direitos creditórios podem ser classificados ainda como sendo “performados” ou “não performados”. Os direitos creditórios performados são direitos creditórios originados da negociação de produtos e serviços que estão com seu processo de produção concluído e são normalmente entregues ao comprador logo no momento da compra. Por exemplo, a simples duplicata comercial de uma empresa do setor eletrônico com faturamento em 30 dias, emitida pela comercialização a prazo de um televisor. Os direitos creditórios não performados, por sua vez, são direitos creditórios de produtos e serviços que serão ainda originados pela empresa cedente e ou estão sendo produzidos pela cedente, como no caso da venda futura de energia

de baixa tensão para consumidores residenciais. Neste caso, agrega-se um novo risco à operação, pois o desempenho do Fundo depende também da capacidade de entrega do produto por parte da originadora dos recebíveis.

Os FIDC podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado. As cotas dos FIDC abertos podem ser resgatadas a qualquer momento, conforme estabelecido no regulamento do fundo. Nos FIDC fechados, não se admite o resgate das cotas até o encerramento do fundo ou até o término do prazo previsto no regulamento para cada classe ou série (excetuando-se os casos de resgate ou liquidação antecipado do fundo). Os FIDC fechados podem prever amortizações periódicas de suas cotas, pagando parcela de seu valor aos cotistas do fundo fechado, sem a redução de seu número, nos termos definidos em seu regulamento.

Os FIDC fechados podem apresentar ainda prazos maiores para o fundo, com a possibilidade de ofertar cotas por prazos menores. Como o exemplo do “Chemical FIDC”, que iniciou atividades em dezembro de 2003 e que tem um período de vigência de duração de até 20 anos para existência do fundo (que é prazo de utilização do FIDC como instrumento de financiamento para a empresa cedente), e a faculdade de emitir cotas com apenas 3 anos de duração (Prazo da Cota). Essa possibilidade evita que a empresa cedente, caso queira permanecer com a estrutura de financiamento, ou até mesmo aumentar a captação de recursos, tenha novos gastos de estruturação e registro do produto na CVM, possibilitando a emissão de novas cotas.

Devido à inexistência de mercado secundário ativo para os direitos creditórios, mesmos os FIDC abertos precisam criar regras operacionais tais como carência de até 90 dias para ter liquidez suficiente, ou por prazos ainda maiores de acordo com o prazo médio dos recebíveis em carteira, e poderem efetuar o pagamento de resgates. Os fundos abertos têm ainda a característica de não precisar registrar a oferta pública de valor mobiliário na CVM, evitando assim custos de distribuição como os inerentes do pagamento de taxa de fiscalização CVM, da publicação de

anúncios de início e encerramento de distribuição de cotas, e do registro das cotas para negociação no mercado secundário.

Os FIDC podem ter duas classes de cotas, a cota sênior e cota subordinada, que devem ser escriturais, e permanecer mantidas em conta de depósitos em nome de seus titulares. As cotas seniores têm preferência sobre as demais classes para efeitos de amortização e resgate, e representam o volume de recursos que ofertados aos investidores e que servirão de *funding*⁴ para a empresa cedente. Nos fundos fechados, as cotas seniores podem também ter várias séries, diferenciadas exclusivamente por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração, e devem ser registradas para negociação no mercado secundário em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado.

As cotas subordinadas, ao contrário das cotas seniores, não têm preferência sobre qualquer outra classe para efeito de amortização e resgate. Verifica-se que, na prática, as cotas subordinadas são subscritas de forma privada pela empresa cedente dos recebíveis e, assim, servem como garantia da operação de securitização. As cotas subordinadas podem ser distintas e com diversos direitos, mas são sempre subordinadas às cotas seniores para efeito de amortização e resgate.

Dessa forma, elas representam uma garantia para os investidores das cotas seniores, até a totalidade de seu valor multiplicado pela sua quantidade emitida, considerando que, se ocorrer alguma inadimplência nos créditos cedidos, os detentores de cotas seniores só serão afetados após acabar o patrimônio líquido composto pelas cotas subordinadas.

Além dos direitos creditórios, que devem representar a parcela preponderante do patrimônio líquido do fundo, o FIDC pode aplicar seus recursos em títulos públicos,

⁴ *funding* pode ser definido como **recurso financeiro disponível por prazo mais longo, normalmente necessário para a empresa suportar a realização de investimento.**

CDB, RDB e demais ativos de renda fixa, exceto cotas de Fundo de Desenvolvimento Social (FDS). Após 90 dias do registro do fundo na CVM, no mínimo, 50% do patrimônio do fundo, deve ser aplicado em direitos creditórios. Este prazo pode ser estendido por mais 90 dias, com autorização da CVM.

Conforme definido no § 9º, do artigo 40 da Instrução CVM 356, os direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo devem observar os limites abaixo de concentração:

I – o total de emissão e/ou coobrigação de uma mesma pessoa jurídica, de seu controlador, de sociedades por ele direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum, bem como de um mesmo estado, município, fundo de investimento ou pessoa física não pode exceder 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo;

II – o total de emissão e/ou coobrigação de uma mesma instituição financeira, de seu controlador, de sociedades por ele direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum pode exceder o percentual referido no inciso I, observado o máximo de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo.

Admite-se a extrapolação dos limites referidos no parágrafo anterior, desde que prevista a referida possibilidade no regulamento do fundo, na parte pertinente à política de investimento, e que tal disposição conste em destaque no prospecto previsto no art. 23 da Instrução.

Os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (“FIC de FIDC”), têm que ter 95% de seu patrimônio líquido representado por cotas de FIDC. A parcela correspondente aos 5% do patrimônio líquido remanescente, conforme legislação, pode ser aplicada em: títulos de emissão do Tesouro Nacional e/ou Bacen; títulos de créditos securitizados pelo Tesouro Nacional; títulos de renda fixa de emissão ou aceite de instituições financeiras; e operações compromissadas.

As aplicações em cotas de um mesmo fundo em percentuais superiores a 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo são admitidas, desde que estas sejam previstas no regulamento respectivo, na parte pertinente à descrição da política de investimento.

A análise da política de investimento do FIDC demonstra que seus fatores de riscos abrangem os riscos de aplicações financeiras descritos no capítulo 1, e estão detalhados, não taxativamente, no ANEXO I. Dado que o FIDC aplica preponderantemente em direitos creditórios, destacam-se nestas operações de securitização de ativos do FIDC os riscos de créditos e de liquidez.

Conforme determinado pela instrução CVM 356, as cotas do FIDC que são objetos de ofertas públicas, ou os direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo, devem ter um *rating*, isto é, devem ser classificadas por uma agência de classificação de risco.

O Administrador tem como uma de suas obrigações, providenciar a atualização desta classificação, no mínimo, a cada três meses. O sistema de classificação de risco (*rating*) é um dos mais antigos controles de riscos de empréstimos desenvolvido pelo U.S. Office of the Controller of the Currency (OCC). Esse sistema, muito usado nos Estados Unidos por bancos e órgãos reguladores, classifica o crédito e a estrutura de risco de uma operação financeira em categorias.

No Brasil, com a indústria de FIDC, as empresas de classificação de risco nacionais e internacionais ganharam um novo mercado de atuação, e passam a adequar seus modelos para atenderem a demanda de classificar FIDC. Os critérios de classificação e as respectivas notas de avaliação dos FIDC podem variar entre as agências classificadoras, conforme o modelo de análise utilizado. O ANEXO III a esta dissertação demonstra o significado das notas de classificação de risco dado pela SR Rating, primeira agência de classificação de risco do país.

2.2. Fluxo de aquisição de direitos creditórios pelo FIDC

O FIDC pode ser administrado por banco múltiplo, comercial, de investimento, Caixa Econômica Federal, sociedades de crédito, financiamento e investimento, distribuidoras e corretoras de títulos e valores mobiliários.

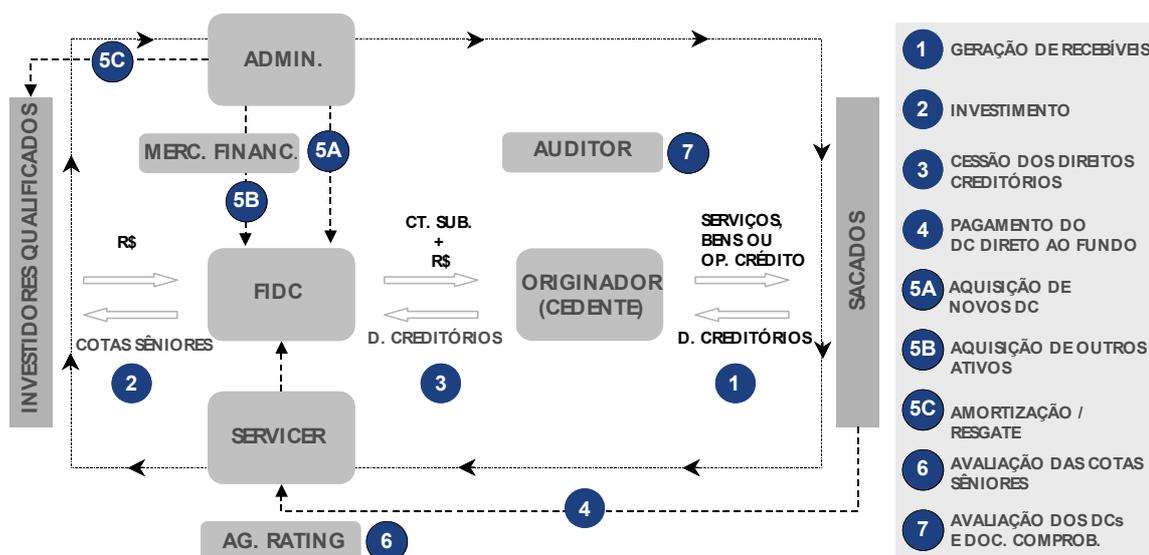
Conforme definido no artigo 33 da instrução CVM 356, “a instituição administradora, observada as limitações do regulamento, tem poderes para praticar todos os atos necessários à administração do fundo e para exercer os direitos inerentes aos direitos creditórios que integrem a carteira do fundo”.

O administrador do FIDC é responsável por responder, civil e criminalmente, pela gestão, supervisão e acompanhamento do fundo, bem como pela prestação de informações a esse relativas.

O Custodiante será responsável pelo recebimento, verificação e seleção dos direitos creditórios conforme os critérios de elegibilidade especificados no contrato de cessão e regulamento do FIDC. Adicionalmente, o Custodiante pode fazer toda atividade de cobrança bancária, controladoria e liquidação dos ativos da carteira do FIDC, a exemplo das atividades dos fundos de investimentos de forma geral.

O processo da cessão do direito creditório (performados e revolventes) de uma única Cedente para um FIDC, originado na venda a prazo da mercadoria performada, adotada pela maioria dos fundos em funcionamento no mercado, está ilustrado no Diagrama 2.1 a seguir:

DIAGRAMA 2.1: PROCESSO DE CESSÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS
(EXEMPLO DE FIDC COM DIREITOS DE CRÉDITOS PERFORMADO E
REVOLVENTES)



Na geração do recebível, para a empresa cedente, o valor da mercadoria vendida a prazo entra como crédito na conta do ativo “Clientes a Receber”. Este valor aparece também em um lançamento na conta de resultado “Receitas”. Em contrapartida aos lançamentos acima citados, a empresa debita a conta de ativo “Estoques” e, concomitantemente, imputa este valor na conta de resultados “Custos”.

Com a cessão (venda) do direito creditório, a empresa cedente contabiliza a operação debitando sua conta “Cliente a Receber” e creditando sua conta “Banco” e/ou “Caixa”, ambas do ativo. Este procedimento ocasionará uma diferença financeira, devido à antecipação de caixa, que deve ser lançada na conta de resultado “Despesas Financeiras”. O resultado final bruto da antecipação de direitos creditórios para a empresa cedente, através da cessão para um FIDC, será: Receita (-) Custos (-) Despesa Financeira.

Está especificado na Instrução CVM 356 que apenas investidores qualificados podem aplicar em FIDC. Conforme disposto no Artigo 109 da Instrução CVM 409, são considerados Investidores Qualificados:

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

O FIDC, após a distribuição e integralização das cotas seniores e subordinadas de investidores qualificados, passa a ter recursos disponíveis para poder adquirir, conforme sua política de investimento, direitos creditórios e/ou outros ativos financeiros.

A operação de aquisição de direitos creditórios pelo FIDC ocorre com um comando do Administrador para o Custodiante, que cruza o valor informado para aquisição, com o montante de direitos creditórios ofertados pela cedente.

Os direitos creditórios elegíveis são filtrados pelo Custodiante, isto é, são selecionados segundo os critérios de elegibilidade estabelecidos pelo fundo em seu regulamento e/ou contrato de cessão. O Custodiante, após a verificação dos critérios de elegibilidade, informa às partes os direitos de créditos cedidos, negociados nesta cessão de crédito. A somatória do valor presente dos títulos negociados não deverá ultrapassar o valor informado pelo Administrador para a aquisição.

Desta forma, o Custodiante, por conta e ordem do Fundo, efetua a liquidação financeira da cessão de crédito, debitando a conta corrente do Fundo para pagar a cedente. O administrador deverá considerar o valor da negociação no fechamento de caixa do fundo.

Vale observar que os direitos creditórios são negociados pelo seu valor presente, descontando o valor de face de cada título pela taxa de aquisição, conforme definido na estruturação do produto. Destaca-se que os direitos creditórios que não passaram pelos critérios de elegibilidade são devolvidos à cedente, e poderão ser re-ofertados nas próximas cessões de crédito.

A cobrança dos direitos creditórios é uma atividade essencial para os FIDC. A cobrança bancária dos títulos do FIDC funciona, normalmente, de forma escritural; ou seja, o Cedente envia os dados dos títulos a serem cobrados para o Banco Cobrador, por meios magnéticos, que por sua vez emite para os sacados os boletos de cobrança bancária em favor do fundo que substituem o lastro do direito creditório devido (duplicata, nota promissório, etc).

O ciclo do direito creditório na carteira do fundo termina com o pagamento do sacado do título devido. A cobrança extrajudicial dos direitos creditórios vencidos e não pagos é feita por agente contratado para este fim. Na prática, verifica-se que a Cedente é contratada pelo fundo para executar esta atividade. Ao contrário do que se pode imaginar, não há um conflito de interesses nessa contratação, pois na maioria dos casos a Cedente é usualmente a cotista subordinada e, portanto, tem interesse no recebimento dos créditos cedidos.

2.3. Contabilização dos Ativos do FIDC

Da mesma forma que qualquer fundo de investimento financeiro, o FIDC deve ter escrituração contábil própria.

O artigo 44 da Instrução CVM 356 especifica que:

As demonstrações financeiras anuais do fundo estarão sujeitas às normas contábeis expedidas pela CVM e serão auditadas por auditor independente registrado na CVM.

Parágrafo Único. Enquanto a CVM não editar as normas referidas no caput, aplicam-se ao fundo as disposições do Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional - COSIF, editado pelo Banco Central do Brasil.

O patrimônio líquido do fundo pode ser definido como a soma algébrica dos valores correspondentes dos ativos integrantes de sua carteira, menos as exigibilidades do fundo.

As cotas têm formas escriturais e são mantidas em contas de depósitos em nome de seus titulares. Elas representam o passivo do fundo e devem corresponder a frações ideais do patrimônio líquido.

Desta forma, a somatória das cotas sênior emitidas, vezes o valor da cota sênior, somado à somatória das cotas subordinadas emitidas, vezes o valor da cota subordinada, será igual ao patrimônio líquido do fundo.

A carteira representa uma fotografia da situação contábil de um FIDC. Na prática de mercado, para o cálculo do valor da carteira, os Ativos Financeiros serão precificados conforme os procedimentos estabelecido na regulamentação em vigor. Entre esses critérios destaca-se a "marcação a mercado". Em relação aos direitos creditórios integrantes da carteira, devido à inexistência de um mercado evoluído de cessão de crédito para adoção do critério de marcação a mercado, estes são usualmente contabilizados a partir do custo de aquisição, adicionando linearmente a cada dia a taxa de desconto do valor de face do título, quando da realização da cessão, até o seu vencimento.

Os direitos de crédito vencidos e não pagos são contabilizados sem qualquer desconto, conforme definido em seu regulamento, para que seja cobrado o valor devido do sacado da operação. Após um determinado período de inadimplência, o direito de crédito pode passar a ser provisionado na carteira do fundo.

Conforme as regras e os procedimentos definidos no Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF), a efetiva baixa dos direitos creditórios,

vencidos e não pagos, do fundo acontecerá depois de 360 dias corridos de sua respectiva data de vencimento.

Desta forma, o patrimônio líquido do FIDC pode diminuir, sem considerar os eventos de amortização e resgate de cotas, por despesas inerentes à atividade do fundo (taxa de administração, taxa de custódia, custos de Cetip e Selic, auditoria, classificação de risco e demais despesas governamentais), como também devido à inadimplência dos créditos adquiridos.

2.4. Tributação para o investidor

Conforme a legislação do IR, o Imposto de Renda retido na fonte (IRF) sobre rendimentos de aplicações financeiras constitui tributação definitiva (exclusiva de fonte) para os contribuintes (beneficiários) pessoas físicas, e Imposto de Renda compensável com o IRPJ (“antecipação” do IRPJ), para contribuintes pessoas jurídicas, pois os rendimentos em questão integram o lucro real, o presumido ou o arbitrado, não sendo eles tributados em separado (tributação definitiva ou exclusiva na fonte).

Ainda que o contribuinte (beneficiário) seja pessoa jurídica, se esta for optante do regime do SIMPLES ou for isenta de IRPJ, o IRF constituirá tributação definitiva .

A amortização de quotas obedecerá ao critério estabelecido no Regulamento, devendo-se ressaltar que a amortização do principal não sofrerá a incidência do IRF.

Os ganhos auferidos pelos cotistas no Fundo sofrerão incidência do Imposto de Renda na fonte (IRF) de acordo com a legislação vigente. Seu recolhimento será efetuado pelo administrador do Fundo, conforme abaixo descrito.

Se a carteira de títulos do Fundo apresentar prazo médio superior a 365 dias⁵, será aplicada a alíquota correspondente ao prazo de permanência da aplicação, conforme a Tabela 2.1 abaixo:

TABELA 2.1 – IR PARA FUNDOS DE LONGO PRAZO

Prazo da aplicação	IR
Prazo de até 6 meses	22,5%
Prazo de 6 a 12 meses	20,0%
Prazo de 12 a 24 meses	17,5%
Prazo superior a 24 meses	15,0%

Os rendimentos das aplicações serão tributados às alíquotas mencionadas na Tabela 2.1 e os prazos nela referidos serão contados a partir da data da efetiva aplicação.

Se a carteira de títulos do Fundo apresentar prazo médio igual ou inferior a 365 dias⁶, será aplicada a alíquota correspondente ao prazo de permanência da aplicação, conforme a Tabela 2.2 abaixo:

TABELA 2.2 – IR PARA FUNDOS DE CURTO PRAZO

Prazo da Aplicação	IR
Prazo de até 6 meses	22,5%
Prazo superior a 6 meses	20,0%

Os rendimentos das aplicações serão tributados às alíquotas mencionadas na Tabela 2.2 e os prazos nela referidos serão contados a partir da data da efetiva aplicação.

Para cálculo do prazo médio dos ativos do Fundo são observados os seguintes critérios:

⁵ Os conceitos de “carteira de títulos” e “prazo médio” são os da legislação tributária.

⁶ Os conceitos de “carteira de títulos” e “prazo médio” são os da legislação tributária.

- FIDC com prazo médio > 365 dias, considera-se o prazo de 366 dias;
- FIDC com prazo médio <= 365 dias, considera-se o prazo de 1 dia;
- Os direitos de crédito dos FIDC investidos não são considerados para efeito do cálculo do prazo médio destes.

Haverá tributação de IOF, no caso de amortização/resgate feito antes de 30 dias da aplicação, conforme a legislação vigente (é o chamado “IOF regressivo”: quanto maior o prazo de aplicação o encargo do IOF se torna menor; a partir de 30 dias da aplicação, não há mais esse encargo)⁷.

⁷ Para detalhes sobre a carga tributária do IOF, atualmente, vide o art. 33 e o Anexo, do Decreto federal 4.494/02.

Capítulo 3 – Dinâmica da Indústria dos Fundos de investimento em Direitos Creditório e seu Potencial de Liquidez

O objetivo do presente capítulo é analisar a liquidez do mercado secundário dos FIDC. Para tanto, são apresentados o processo de negociação de cotas nos mercados primário e secundário, as principais características das ofertas públicas dos fundos registrados na CVM e uma breve análise de aspectos do desenvolvimento de produtos similares de securitização consolidados nos Estados Unidos e Europa.

3.1. A negociação das Cotas dos FIDC fechados

Por dificuldades operacionais para o pagamento de resgates e para garantir o *funding* por um determinado período de tempo para a empresa cedente dos recebíveis, que na prática de mercado assume normalmente todos os custos de estruturação do produto, aproximadamente 96% dos FIDC do mercado lançados em 2005 são fechados, e têm em sua maioria prazos de 3 anos de duração das séries de cotas seniores ofertadas, ressalvando-se os FIDC fechados de recebíveis ainda não performados que apresentam em sua maioria prazo de 5 anos para as cotas seniores emitidas⁸.

As aquisições de cotas de FIDC fechados pelos investidores podem ser realizadas nos mercados primário e secundário. No mercado primário, o investidor adquire cotas emitidas pelo FIDC, através da intermediação de uma instituição financeira contratado para fazer a distribuição do passivo do fundo (distribuidor).

⁸ Se for considerado as amortizações periódicas dos FIDC, performados ou não performados, os prazos médios de suas cotas acaba sendo significativamente inferior ao prazo de vencimento do ativo.

As cotas de FIDC já emitidas no mercado primário, e pertencentes a uma determinada pessoa física ou jurídica podem ser negociadas entre investidores qualificados no mercado secundário, através de um intermediário financeiro, em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado⁹.

As ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário são reguladas pela Instrução CVM 400, de 29 de dezembro de 2003. Conforme especificado em seu artigo 1º da Instrução CVM 400,

a Instrução CVM 400 tem a finalidade de assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas.

Os tipos de *underwriting*¹⁰ utilizados no mercado estão descritos a seguir:

- **Garantia firme:** é o tipo de operação onde a instituição coordenadora da distribuição de cotas, sozinha ou com ajuda de outros distribuidores, garante a colocação de um determinado montante de cotas;
- **Melhores esforços (“Best efforts”):** Não existe um compromisso formal de colocação da instituição responsável pela colocação das cotas do FIDC . No entanto, a colocação é feita com o compromisso de desenvolver os melhores esforços para atender os objetivos da empresa cedente dos direitos creditórios objeto da política de investimento do fundo;
- **Stand-by:** O banco responsável pela distribuição tem um compromisso de subscrever as cotas que se comprometeu em colocar a mercado, mas que até um determinado prazo não encontraram investidores interessados;

⁹ Cabe aos intermediários da operação de negociação de cotas de FIDC fechados assegurar que a aquisição de cotas somente seja feita por investidores qualificados.

¹⁰ Pode-se considerar *underwriting*, como sendo o processo de lançamento/emissão do ativo no mercado.

- **Rateio:** Processo onde a rentabilidade alvo a ser paga aos cotistas é definida antes do início da distribuição. O resultado da distribuição acontece com o rateio do valor ofertado entre os investidores interessados;
- **Book building:** Trata-se de uma oferta global das cotas do FIDC (*global offering*). No processo de distribuição de cotas por *book building* não existe uma definição de quanto o fundo buscará render para os investidores, mas sim um conjunto de retornos alvos com um teto de rentabilidade para o investimento, definido previamente com a empresa cedente.

A taxa alvo de remuneração da cota a ser adotado pelo FIDC no processo de *book building* é definida de acordo com a oferta dos investidores, segundo um dos critérios a seguir:

Americano: O resultado da distribuição acontece com a aceitação das ofertas de menores rentabilidades alvos até o valor ofertado, respeitando a ordem de chegada, sendo que todos investidores serão remunerados igualmente pelo teto da distribuição;

Holandês: O resultado da distribuição acontece com a aceitação das ofertas de menores rentabilidades alvos até o valor ofertado, sendo que todos investidores serão remunerados igualmente pelo teto da distribuição. Neste critério, será rateado o saldo de cotas entre os investidores que propuseram a rentabilidade alvo que coincidirem com a rentabilidade alvo resultante do *book building*.

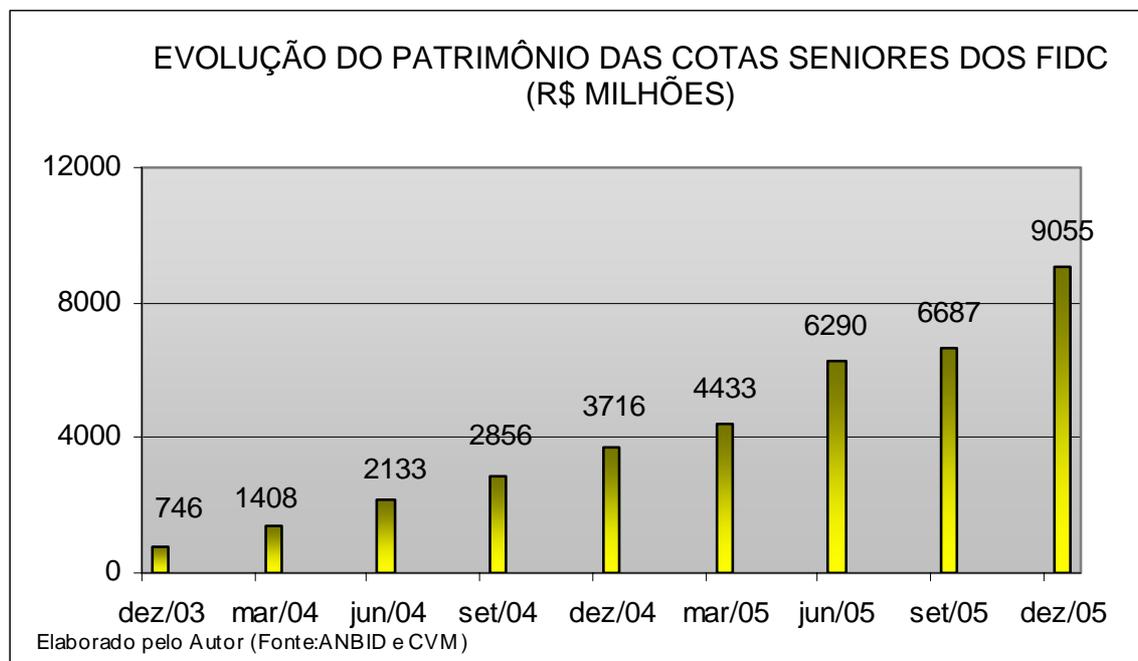
Para subscrição das cotas na emissão do FIDC pelos investidores, é necessário que este assine uma declaração de investidor qualificado, o Boletim de Subscrição e o Termo de Adesão ao Regulamento do Fundo. No mercado secundário, conforme definido pela CVM, é necessário apenas que o intermediário da negociação ateste a qualidade de investidor qualificado da adquirente das cotas.

3.2. Mercado Primário de FIDC

A composição do volume total de emissões de securitização em 2004, por entidade emissora, segundo dados da empresa de consultoria Uqbar, ressaltam a importância do FIDC como instrumento de captação de recursos, com 83,93% das emissões, contra 3,01% das Sociedades de Propósitos Específicos (SPE), e 13,06% da Securitização Imobiliária.

Em 2005, apesar do ainda curto período de atividade, os FIDC começam a ganhar representatividade como instrumento de financiamento em relação às operações de crédito do sistema financeiro nacional. Dados do BACEN sobre as operações de créditos livres do sistema financeiro nacional direcionados às pessoas jurídicas, excluídas as operações referenciadas em moeda estrangeira, somavam em julho de 2005 R\$ 123.6 bilhões. Neste mesmo período, as ofertas públicas de cotas de FIDC registradas na CVM somavam R\$ 10.8 bilhões, e as cotas seniores de FIDC integralizadas e registradas na ANBID e na CVM, que representam os verdadeiros valores dos FIDC que servem de financiamento para a empresa cedente, contabilizavam R\$ 6,5 bilhões, representando respectivamente 8,7% e 5,6% do volume dessas operações de crédito livres às empresas. O Gráfico 3.1 abaixo apresenta a evolução dos volumes destinados preponderantemente à aquisição de direitos creditórios das empresas cedentes, através da integralização das cotas seniores dos FIDC.

GRÁFICO 3.1 – EVOLUÇÃO DO PATRIMÔNIO DAS COTAS SENIORES DOS FIDC
(R\$ MILHÕES)



A Tabela 3.1. apresenta o *ranking* dos 20 maiores FIDC, por patrimônio de cotas seniores. O Cemig FIDC Conta CRC lidera o *ranking* dos volumes emitidos e integralizados com R\$ 901,3 milhões de patrimônio. O objetivo deste Fundo é proporcionar a seus cotistas, observada a política de investimento, de composição e de diversificação da carteira definida neste capítulo, valorização de suas cotas por meio da aquisição pelo Fundo preponderantemente de direitos creditórios, em caráter definitivo, com coobrigação e demais obrigações assumidas pela Cedente até a expiração do prazo das cotas seniores, decorrente do Termo de Cessão do Saldo da CRC¹¹, juntamente com todos os direitos, atualizações, acréscimos, privilégios, preferências, prerrogativas e ações a estes relacionados, incluindo as garantias que os asseguram, tudo nos termos do contrato de cessão.

¹¹ **Termo de Cessão do Saldo da CRC** - é o "Termo de Contrato de Cessão de Crédito do Saldo Remanescente da Conta de Resultados a Compensar - CRC", firmado entre a Cemig e o Estado de Minas Gerais, em 31 de maio de 1995, e aditamentos posteriores.

TABELA 3.1 – RANKING DOS 20 MAIORES FIDC POR PATRIMÔNIO DE COTAS SENIORES

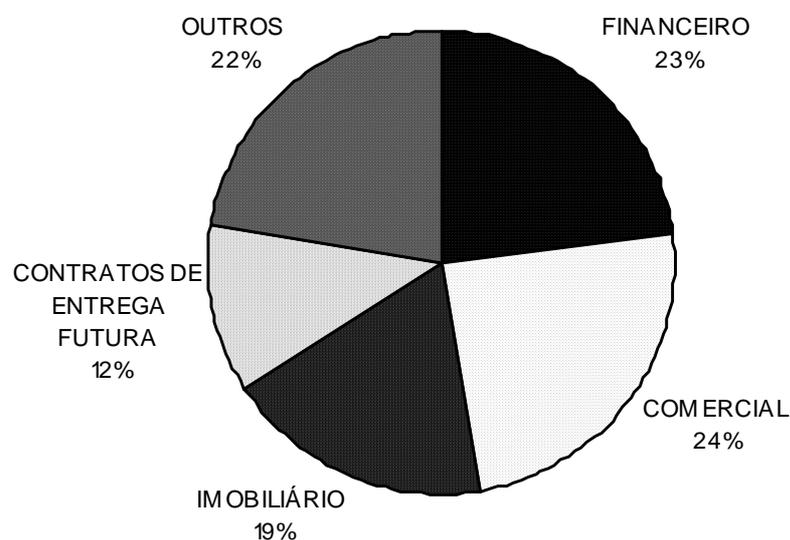
Nome do Fundo	Patrimônio Ct. Sênior em 31/01/2006 (R\$Milhões)
CEMIG FIDC CONTA CRC SENIOR	901,3
FURNAS II FIDC SENIOR	800,8
PÃO DE AÇÚCAR	749,5
FIDC CESP II SENIOR	654,3
FIDC MOTOROLA INDUSTRIAL SENIOR	560,6
FIDC CESP SENIOR	430,1
MELLON FIDC ROYALTIES PETROLEO SEN	420,3
CHEMICAL II FIDC SENIOR	410,1
MASTER PANAMERICANO FIDC SENIOR	390,1
ASM FIDC FCVS SENIOR	339,4
FURNAS I FIDC	326,0
FIDC BGN LIFE C.CONSIG. SENIOR	302,3
BMG FIDC SERVIDORES PUBLICOS II SENIOR	290,4
BMG FIDC SERVIDORES PUBLICOS III SEN	285,2
FIDC SIST CATAGUAZES LEOPOLDINA SENIOR	213,1
CHEMICAL FIDC SENIOR	204,9
CONCORDIA	185,6
FIDC INSS I SENIOR	168,9
AUTOPAN FIDC SENIOR	153,5
GP AETATIS II FIDC IMOBILIARIO	146,4

Fonte: ANBID e CVM

Sem considerar os valores integralizados, desde o início das atividades dos FIDC, até janeiro de 2006, a CVM tem registrado em seu banco ofertas públicas de cotas de FIDC e cotas de Fundos de Investimentos em Cotas de FIDC (FIC de FIDC), representando um volume total ofertado de R\$ 16,6 bilhões.

O Gráfico 3.2 apresenta as ofertas públicas registradas na CVM por tipo de direito creditório alvo da política de investimento dos FIDC.

GRÁFICO 3.2 – OFERTAS PÚBLICAS DE COTAS POR TIPO DE RECEBÍVEL



Fonte: CVM (06/10/05).

Descrevendo mais profundamente as ofertas públicas de FIDC, apresentada no Gráfico 3.2 acima, entre os FIDC com política de investimento de adquirir recebíveis do setor financeiro, destacam-se principalmente os FIDC que compram crédito consignado em folha de pagamento de aposentados e funcionários públicos. Outros recebíveis deste segmento encontrados em fundos em funcionamento são créditos diretos ao consumidor para compra de veículos que tem a alienação fiduciária do bem.

A cessão de crédito de direitos creditórios para FIDC no setor financeiro, tem representado um importante instrumento para bancos pequenos e médios adequarem seus fluxos de caixa, em períodos de desconfiança dos investidores que concentram seus investimentos em bancos de grande porte. Este movimento de “*fly to quality*”¹², pode ser observado na liquidação do Banco Santos, que ocasionou movimentos de retirada de depósitos pelos clientes de instituições de pequeno porte para serem levados aos grandes bancos do mercado brasileiro.

¹² Termo usado para descrever a demanda de investidores por ativos de emissão de instituições com menor risco de crédito.

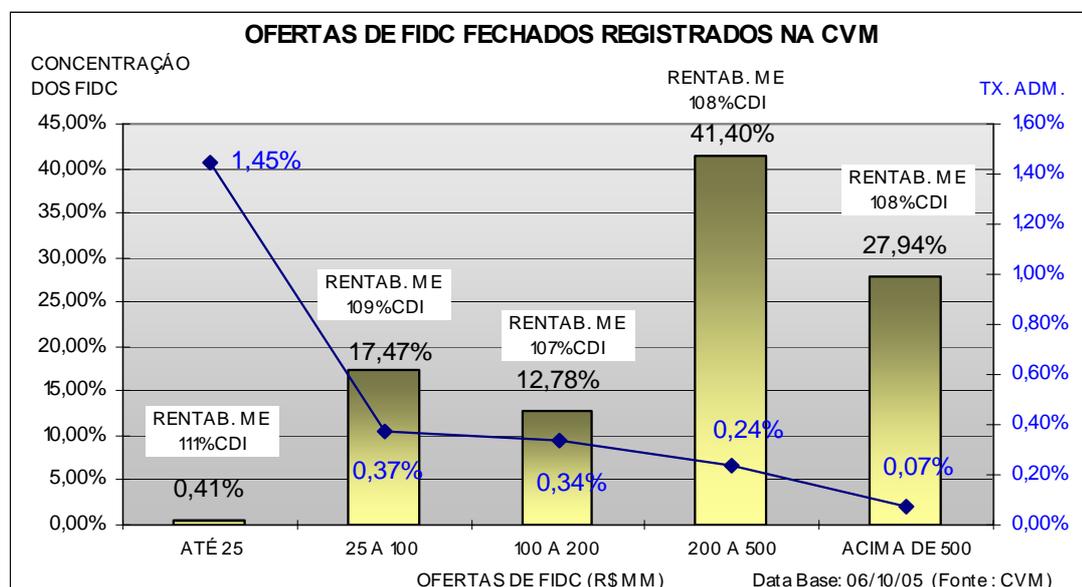
Os FIDC que compram recebíveis comerciais referem-se basicamente a operações comerciais de produtos alimentícios, petroquímicos e eletrônicos. Os FIDC com contratos com entrega futura estão concentrados nos setores de geração, distribuição e comercialização de energia de baixa, média e alta tensão.

A análise das ofertas públicas de cotas de FIDC, que consolida as ofertas registradas na CVM desconsiderando os fundos administrados pela própria empresa cedente dos recebíveis e os FIDC que se enquadram como operações de empréstimos disfarçados em securitização, mostram que o produto ainda não está proporcionando acesso ao *funding* para as pequenas empresas. Dado que quase a totalidade dos FIDC do mercado, a exemplo de uma emissão de debêntures, tem como política de investimento adquirir direitos creditórios de uma única empresa Cedente, ou de empresas Cedentes do mesmo grupo econômico, a CVM registrou apenas 8 ofertas de fundos fechados com ofertas inferiores a R\$ 25 milhões, totalizando apenas 0,41% das ofertas. Os FIDC com ofertas de cotas superiores à R\$ 100 milhões representam 82,1% das ofertas públicas registradas na CVM.

Conforme demonstrado no Gráfico 3.3 a seguir, os fundos com maior patrimônio beneficiam-se com menores custos de taxa de administração, além de diluírem o custo fixo de Taxa de Fiscalização CVM¹³.

¹³ A alíquota de 0,64% se aplica as OPA e às ofertas públicas de distribuição de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, limitada ao máximo equivalente a R\$ 82.870,00 por registro.

GRÁFICO 3.3 – OFERTA DE FUNDOS FECHADOS REGISTRADOS NA CVM



Analisando os FIDC disponíveis no mercado, e também refletindo sobre as estruturas possíveis para o produto, as seguintes alternativas de fundos podem ser estruturados:

- **Fundo Debênture:** FIDC proporciona ao comprador, de forma similar ao resultado de uma emissão de debêntures, uma remuneração definida, em um prazo determinado, não permitindo direitos à participação nos bens ou lucro da empresa. Normalmente, o produto paga ao cotista juros periódicos e reembolsa o principal no seu vencimento. A geração de caixa é feita para uma única empresa originadora de médio ou grande porte através da cessão de direitos creditórios performados ou não performados (sem comprometer o passivo da empresa);
- **Fundo Multicedente (único sacado):** FIDC proporciona a geração de caixa para mais de uma empresa originadora através da cessão de direitos creditórios originados da venda de produtos e/ou serviços para um mesmo sacado;

- Fundo Multicedente (múltiplos sacados): FIDC proporciona a geração de caixa para mais de uma empresa originadora através da cessão de direitos creditórios originados da venda de produtos e/ou serviços para diferentes sacados;
- Fundos de Gestão Ativa: Os FIDC de Gestão Ativa, diferentemente dos fundos mais tradicionais, não apresentam um contrato de cessão de direitos de crédito com uma empresa originadora que se comprometem em ofertar títulos para o fundo cumprir os limites legais impostos à sua política de investimento durante o prazo e sua existência. Nos fundos de gestão ativa, o administrador procurará adquirir direitos de créditos de empresas, através de cessões específicas, de forma a melhor remunerar os recursos dos cotistas do fundo;
- Fundos de Investimento em Cotas de FIDC: Fundo busca a valorização de suas cotas por meio da aplicação, no mercado primário ou secundário, de no mínimo 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio líquido em cotas de um ou mais FIDC.

Os mecanismos de garantias são diversos, e dependem da viabilidade, preferência e imaginação dos coordenadores da operação. Verifica-se na prática que a cota subordinada representa a garantia para o cotista sênior mais utilizada pelos FIDC e que sua titularidade pertence normalmente à empresa cedente dos recebíveis, conforme especificado no capítulo 2. Outras possibilidades de garantias que podem ser utilizadas nas estruturas dos FIDC, isoladas ou em conjunto, são:

- *spread* excedente: representa uma taxa, resultante da diferença do pagamento efetuado pela aquisição do título e o valor presente do fluxo de caixa proporcionado por ele. Este valor é acrescido da taxa de desconto dos direitos creditórios, para suportar custos e eventuais inadimplências do produto;

- sobre colaterização: são direitos de crédito adicionados ao montante de títulos negociados, que ficam à disposição do fundo como garantia, até o pagamento dos títulos cedidos;
- Conta-Reserva de Caixa: similar ao *spread* excedente, a estrutura do fundo pode prever a formação de um caixa para suportar custos e eventuais inadimplências do produto, ou até mesmo acumular recursos para pagamento de amortização e resgate. Se o recurso da conta-reserva não for utilizado, ele pode, conforme estabelecido na documentação do FIDC, ser liberado para a empresa cedente;
- seguro de performance: os FIDC que buscam, conforme sua política de investimento, aplicações para o fundo em *warrants* e em contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, devem, sem prejuízo do atendimento das disposições da Resolução CMN nº 2.801, de 7 de dezembro de 2000, e do disposto no § 4º do artigo 40 da Instrução CVM 356, contar com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora, observada, nesse último caso, regulamentação específica da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, para fins de obtenção do registro automático previsto no §1º do art. 8º da Instrução CVM 356.

Observa-se que, caso o *spread* excedente não seja utilizado, ele pode, se estabelecido na documentação do FIDC, ser liberado para a empresa cedente, por meio da amortização das cotas subordinadas.

O risco da inadimplência está diluído entre os clientes da empresa cedente. Estes clientes podem ter um percentual máximo de alocação dentro do FIDC, conforme definido nos critérios de elegibilidade dos direitos de crédito estabelecidos na documentação do produto.

Adicionalmente às garantias aos cotistas seniores previstas pelos FIDC, estes podem conter “gatilhos” de avaliação e/ou aceleração do pagamento do valor devido ao investidor, antecipando o seu encerramento. Estes “gatilhos”, conhecidos como "Eventos de Avaliação" e "Eventos de Liquidação", são acionados por ocorrências previstas normalmente no regulamento e contrato de cessão, que podem influenciar negativamente a estrutura da operação. Normalmente, na ocorrência de algum desses eventos, o Administrador interrompe a aquisição dos direitos creditórios da cedente, e convoca uma Assembléia Geral Extraordinária para definir sobre a continuidade do fundo.

Um exemplo de Evento de Avaliação dos FIDC adotado pelo FICAP FIDC, que busca proporcionar rendimento aos cotistas, por meio do investimento preponderante dos recursos do fundo na aquisição, pelo Fundo, de tempos em tempos, de direitos de crédito performados de titularidade da FICAP S.A.¹⁴, é o rebaixamento do *rating* das Cotas Sênior para classificação inferior a Aa3, de acordo com os critérios de classificação atualmente adotados pela Moody's América Latina Ltda. ou outra agência de classificação de risco que venha a substituí-la. Sem prejuízo do disposto no regulamento deste fundo, na ocorrência de quaisquer dos Eventos de Avaliação, o FICAP FIDC interromperá os procedimentos de aquisição de Direitos de Crédito e o Administrador convocará imediatamente uma Assembléia Geral, a qual decidirá se tal Evento de Avaliação deve ser considerado como um evento de liquidação antecipada do Fundo.

3.3. A Liquidez dos FIDC no Mercado Secundário

Para analisar o mercado secundário de títulos privados de renda fixa, de uma forma geral, é importante destacar o desenvolvimento do mercado secundário de títulos

¹⁴ A Ficap é uma sociedade que atua na produção e comercialização de fios e cabos condutores de energia, de fios e cabos de fibras óticas e metálicos em geral para sistemas de telecomunicações, bem como de fios esmaltados e produtos congêneres, e na prestação de serviços relacionados a estes produtos.

públicos, que são os títulos mais padronizados e líquidos do mercado. No mês de janeiro de 2006, as operações de compra e venda definitiva registradas no Selic somaram R\$ 454.209 milhões (Tabela 3.2). De acordos com os dados divulgados pelo Tesouro Nacional, no período de abril de 2005 até março de 2006, as operações com títulos públicos federais movimentaram volumes médios de R\$ 319.413 milhões, ao mês, e de R\$ 15.978 milhões, ao dia.

TABELA 3.2 – EVOLUÇÃO MENSAL DAS OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DEFINITIVA RESGISTRADAS NO SELIC (R\$ Milhões)

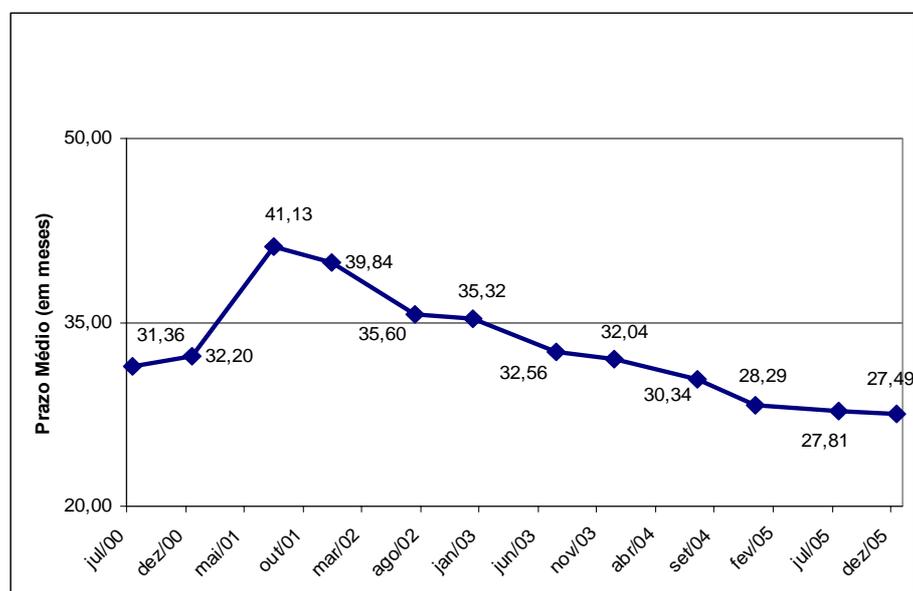
Mês / Ano	Acumulado no mês		Média diária no mês	
	Qtde	Financeir o	Qtde	Financeir o
jan/02	43.420	192.740	1.974	8.761
jul/02	32.876	188.064	1.429	8.177
jan/03	29.700	134.086	1.350	6.095
jul/03	42.713	348.091	1.857	15.134
jan/04	36.106	271.346	1.719	12.921
jul/04	34.010	146.270	1.546	6.649
jan/05	36.381	348.433	1.732	16.592
jul/05	38.877	318.031	1.851	15.144
jan/06	47.374	454.209	2.153	20.646
mar/06	16.604	102.511	2.076	12.814

Fonte: CVM.

O desenvolvimento títulos públicos é realizado em conformidade à política econômica do governo. Em dezembro de 2005 o Tesouro nacional registrava uma dívida pública federal de R\$ 979,7 bilhões e com prazo médio de 27,49 meses (Gráfico 3.4). Conforme dados do Tesouro Nacional de janeiro de 2006, o prazo médio das emissões de títulos remunerados por taxas prefixadas e pela taxa Selic estavam respectivamente em 20,8 e 50,7 meses. Neste mesmo período, além da liquidez existente em títulos pós-fixados (Letras Financeiras do Tesouro - LFT), em títulos até 2010, estão sendo negociados títulos públicos prefixados (Letras do Tesouro Nacional – LTN) com liquidez, com vencimento até junho de 2008, dado a

intenção do governo de alongar a dívida e substituí-la por títulos prefixados. Devido à demanda de investidores institucionais, principalmente devido à estabilidade econômica, títulos indexados a índice de preços (como per exemplo as Notas do Tesouro Nacional - NTN) estão tendo liquidez até meados de 2011. No entanto, no caso brasileiro, de acordo com os investidores do mercado, devido à elevada taxa básica de juros praticada na economia, os títulos públicos acabam prejudicando o desenvolvimento do mercado de renda fixa dos títulos privados.

GRÁFICO 3.4 – PRAZO MÉDIO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL INTERNA



Fonte: Tesouro Nacional.

O público de investidores de títulos públicos, que é muito mais amplo que os investidores qualificados que podem aplicar em FIDC, abrange entre outros aplicadores, desde tesourarias de bancos, investidores institucionais e fundos de investimento, até investidores individuais (mesmo sem serem investidores qualificados) que compram títulos diretamente do Tesouro nacional.

Em relação aos FIDC, conforme demonstrado na Tabela 3.2 abaixo, apesar dos valores não contemplarem a totalidade dos recursos aplicados na indústria¹⁵ (mas apenas os montantes de cotas de FIDC custodiadas na CBLC), pode-se deduzir que os investidores institucionais e as Instituições Financeiras representam os principais investidores de FIDC, somando respectivamente 66,5 % e 28,60% dos recursos custodiados na CBLC.

TABELA 3.3 – VOLUME DE COTAS DE FIDC POR TIPO DE INVESTIDOR

INVESTIDOR	VOLUME (R\$ Mil)	%
ESTRANGEIROS	843,22	0,04%
INSTITUCIONAIS	1.338.361,26	66,50%
PESSOAS FÍSICAS e CLUBES DE INVESTIMENTO	12.641,79	0,63%
EMPRESAS	85.132,26	4,23%
INST.FINANCEIRAS	575.557,14	28,60%
TOTAL	2.012.535,68	100,00%

Fonte: CBLC (Janeiro de 2006)

Os valores da Tabela 3.3 estão separados por estado na Tabela 3.4. Conforme destacado, o estado de São Paulo é a região com maior concentração de investidores de FIDC.

¹⁵ Para a totalidade dos recursos investidos em FIDC seria necessário consolidar os valores custodiados na CBLC, Cetip e Escrituradores.

TABELA 3.4 – VOLUME DE COTAS DE FIDC POR ESTADO

ESTADO	VOLUME (R\$ Mil)	%
SP	1.850.909,18	92,0%
DF	97.420,42	4,8%
RJ	33.407,68	1,7%
RS	28.294,89	1,4%
PR	975,44	0,0%
GO	585,84	0,0%
MG	531,60	0,0%
PE	247,55	0,0%
BA	163,08	0,0%
TOTAL	2.012.535,68	100,0%

Fonte: CBLC (Janeiro de 2006)

Especificamente aos negócios realizados no mercado secundário de FIDC, conforme dados do sistema de balcão organizado dentro da Soma Fix (Tabela 3.5), divisão da Bolsa de Valores de São Paulo que negociam os papéis de renda fixa, mostra que as negociações da cotas em 2004 somaram R\$ 378.555,94 mil no ano de 2004, e R\$ 977.373,97 mil até 31 de dezembro de 2005.

TABELA 3.5 – VOLUME DE FIDC NEGOCIADO NO MERCADO SECUNDÁRIO DA BOVESPA

(de 27/1/2004 a 2/2/2006)

Data	Volume Financeiro (R\$ Mil)	Qtde. Negócios
fev-06	76,42	1
jan-06	1.652,64	7
Sub Total 2006	1.729,06	8
dez-05	70.564,85	33
nov-05	56.712,78	30
out-05	47.728,02	25
set-05	177.776,45	26
ago-05	95.866,66	38
jul-05	72.542,19	28
jun-05	54.160,39	40
mai-05	21.468,68	24
abr-05	39.444,69	31
mar-05	166.578,45	49
fev-05	36.230,19	10
jan-05	138.300,63	12
Sub Total 2005	977.373,97	346
dez-04	53.070,10	16
nov-04	37.637,32	15
out-04	4.236,45	25
set-04	4.249,15	18
ago-04	19.015,72	17
jul-04	5.950,66	4
jun-04	57.719,72	18
abr-04	167.042,78	6
mar-04	24.460,01	7
jan-04	5.174,02	1
Sub Total 2004	378.555,94	127
Total	1.357.658,96	481

Fonte: Bovespafix

Conforme demonstrado na Tabela 3.6, o fundo com maior número de operações realizadas na Somafix, mercado de balcão organizado da Bovespa, foi o fundo FIC Chemical FIDC. Esse produto é um Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios e, segundo disposto em sua política de investimento, aplica 95% de seu patrimônio em cotas do Chemical FIDC. No entanto, cabe destacar que o patrimônio do FIC Chemical FIDC é de aproximadamente R\$ 11,8 milhões e seu público alvo são investidores do segmento Personalité do Banco

Itaú, instituição financeira classificada como sendo o segundo maior banco privado do mercado brasileiro.

Os cotistas dos FIDC, na prática de mercado, caso queiram vender suas cotas no mercado secundário, não têm a garantia do distribuidor, ou de qualquer pessoa, de negociá-las ao preço da cota divulgado pelo administrador ou a preços de mercado. Portanto, na prática de mercado dos FIDC, não se observa a figura de um *market maker*; isto é, instituições contratadas por empresas para formar um mercado para suas emissões. Um dos benefícios que a contratação de um *market maker* pode proporcionar é a diminuição do eventual prêmio de risco cobrado no investimento pela falta de liquidez do ativo.

TABELA 3.6 – LEVANTAMENTO DE NEGÓCIOS REALIZADOS COM COTAS DE FIDC NA BOVESPA (de 27/01/2006 a 27/02/2006)

Código do Ativo	Emissor	Volume Ofertado (R\$ Milhões)	Volume Total Negociado (R\$ Milhões)	Números de Negócios	Benchmark*
CHEM-F11	FQC Chemical	11,78	12,81	94	não se aplica (FIC de FIDC)
FCPS-F11	FDC Copesul	125,00	271,07	82	106,00% do DI
FPTG-F11	FDC CPFL	300,00	214,74	54	104,50% do DI
BGNP-F12	FDC Premium	50,00	77,40	30	108,10% do DI
BMGT-F11	FDC BMG III	225,00	56,50	26	108,00% do DI
CHFC-F11	FDC Chemical	200,00	106,84	26	113,50% do DI
SCSP-F11	FDC Schahin	80,00	32,30	22	109,00% do DI
FCDC-F11	FDC Ficap	40,00	5,00	19	107,00% do DI
CSPD-F01	FDC CESP II	650,00	59,25	16	100,00% do DI + 1,65% a.a.
FRNI-F11	FDC Furnas I	336,35	4,25	16	Selic + 0,50%
ORVT-FS1	FDC Ourinves	2,00	3,47	12	não disponível
BGNP-F11	FDC Premium	200,00	25,36	10	107,00% do DI
FMTN-F11	FDC Matone	69,67	13,18	10	110,00% do DI
BCSV-F11	FDC BCSUL	75,00	12,30	9	115,00% do DI
FDCL-F01	FDC Cataguaz	210,00	83,93	7	109,00% do DI
CSPF-F11	FDC CESP	450,00	76,92	6	1,90% + DI
MRDC-F12	FDC Multi	20,00	2,60	6	112,00% do DI
CLBO-F11	FDC Colombo	160,00	14,34	5	100,00% do DI + 1,0% a.a.
ASMI-F11	FDC ASM Imob	134,38	135,15	4	não disponível
FQPR-F11	FQC Pactual	110,00	3,09	4	não se aplica (FIC de FIDC)
INSS-F01	FDC INSS I	300,00	29,30	4	110,00% do DI
MRDC-F11	FDC Multi	6,84	0,90	4	115,00% do DI
FRND-F11	FDC FurnasII	878,50	94,05	3	100,00% do CDI + 1,20% a a
FDZP-F01	FDC Zoomp	48,00	1,07	2	não disponível
GDTF-F02	FDC Gradien	37,50	1,01	2	109,00% do DI

Fonte: Bovespafix

* O termo *Benchmark* indica o rendimento alvo almejado pelo fundo como forma de remuneração aos seus cotistas.

Os números de negócios no mercado secundário, apesar de estarem crescendo no decorrer dos anos, ainda demonstram a baixa liquidez dos FIDC. O Cetip, ambiente de mercado de balcão organizado, começou a permitir a negociação de cotas apenas no ano de 2005, e contabilizou no período um volume negociado de R\$ 568,63 milhões. A totalidade das operações no mercado secundário com cotas de FIDC ocorreu até o momento exclusivamente em mercado de balcão, apesar de existir também a possibilidade das cotas serem negociadas no sistema eletrônico do Bovespafix, o que daria mais transparência para a negociação. A negociação em sistema eletrônico dá mais transparência à negociação, divulgando informações inerentes ao ativo em tempo real para potenciais investidores, o que contribui para a formação do preço justo de mercado.

Quase que a totalidade das negociações acontece entre fundos de investimentos administrados por uma mesma instituição, que mantém cotas de FIDC em suas carteiras, ao preço da cota divulgada pelo administrador, ou por tesourarias de banco que negociam a cota divulgada pelo administrador com ágio ou deságio em seu valor.

Um mercado secundário com liquidez é fundamental para o desenvolvimento da indústria de FIDC, pois dá mais tranquilidade ao investidor para adquirir cotas no mercado primário e poder, se assim desejar, vender sua posição com o ativo, proporciona menor volatilidade nos preços das cotas, diminuindo assim os riscos do investimento, diminuir o eventual prêmio de risco cobrado no investimento pela falta de liquidez do ativo, e conseqüentemente o custo de captação da empresa cedente; e aumentar o público de potenciais investidores.

A negociação das cotas dos FIDC fechados no mercado secundário pode ocorrer logo após a subscrição das cotas do fundo. Destaca-se que o administrador efetua a escrituração (ou contrata o Escriturador) das cotas integralizadas. Escriturador registra as cotas segundo sua titularidade, controla os depósitos e retiradas de sua custódia, efetua o pagamento de amortização e resgate, e fornece informações

periódicas aos cotistas (inclusive o informe de rendimento anual). As cotas são registradas para negociação, pelo administrador, no mercado secundário em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado. Essas instituições, também chamadas de depositárias centrais de ativos, entre outras atividades, interligam emissores, instituições financeiras e investidores, fazem à guarda centralizada de ativos e padronizam as informações dos ativos.

Atualmente as cotas de FIDC podem ser registradas para negociação na BOVESPA (Soma fix e Bovespa fix) e no CETIP. As operações são realizadas no ambiente da bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, cabendo aos intermediários assegurar que a aquisição de cotas somente seja feita por investidores qualificados. Desta forma, o cotista solicita a transferência das cotas da custódia do Escriturador para a custódia da bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado onde será realizada a negociação.

Os FIDC não estão atingindo todo o público de investidores qualificados, mas apenas as tesourarias de bancos, quando as operações não negociadas ao par, ou entre fundos de investimento administrados por uma mesma administradora de ativos, quando as operações são negociadas pelo valor da cota divulgada pelo administrador do FIDC.

As negociações nos mercados secundários de FIDC tendem a limitar os interessados pelo ativo devido à própria falta de mercado das cotas e, conseqüentemente a contabilização do passivo. O administrador valoriza a cota de emissão pela rentabilidade alvo do produto. Assim, as negociações do FIDC no mercado secundário, quando não realizadas no mesmo valor da cota do dia calculada pelo administrador, conforme exemplificado na Tabela 3.7, acarretam um lucro/prejuízo imediato, dado que o administrador não marca a mercado a cota do FIDC, e a cota divulgada pelo administrador representa o único preço indicativo para os detentores contabilizar o ativo.

TABELA 3.7 – SIMULAÇÃO DE RESULTADOS NAS NEGOCIAÇÕES DO MERCADO SECUNDÁRIO DE FIDC

Data	Cota divulgada pelo Administrador	Cota negociada no mercado secundário	Resultado imediato para o Comprador
D+0	25.000,00	30.000,00	- 5.000,00
D+1	26.000,00	24.000,00	+ 2.000,00
D+2	27.000,00	27.000,00	-

A falta de padronização dos produtos ainda dificulta a análise do investimento. Devido o FIDC ser uma modalidade de investimento recentemente instituída em nosso país e que, ademais, o produto tem o grau de sofisticação, flexibilidade para diversas estruturas e complexidade inerente a uma operação de securitização de recebíveis, o processo de aquisição de suas cotas ainda é lento e trabalhoso, dado que o investidor precisa analisar os diversos documentos normalmente disponibilizados sobre a operação na fase de distribuição das cotas (Prospecto, Regulamento, Contrato de Cessão e Súmula de Rating).

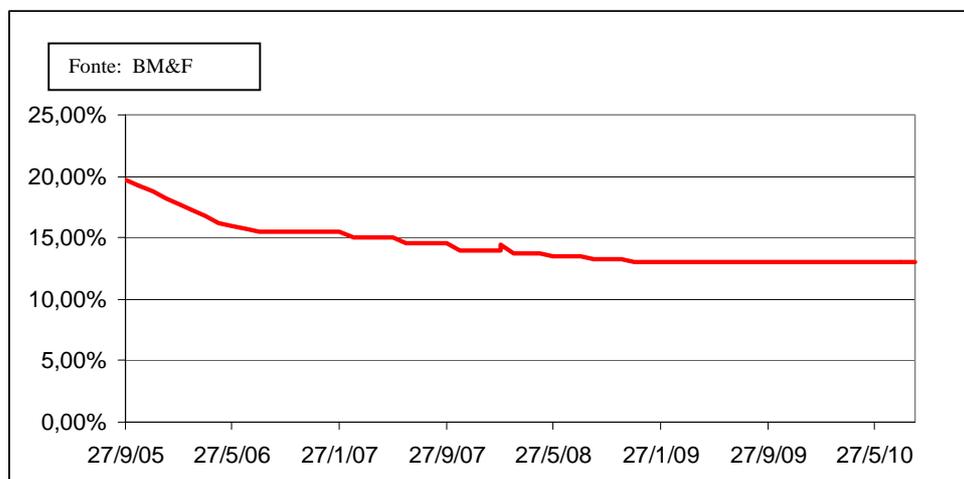
Os potenciais investidores devem avaliar as peculiaridades do investimento em FIDC, dentre as quais, risco da baixa liquidez do mercado secundário de cotas de fundos de investimento em direitos creditórios especificamente, e da não existência de um mercado secundário ativo e organizado para negociação dos Direitos Creditórios. Adicionalmente, devido o produto ser uma modalidade recente no mercado brasileiro, o investidor ainda não conta os mecanismos de gerenciamento de risco da carteira dos FIDC, relacionados no capítulo 1, como o cálculo do VAR dos fundos, *Stop Loss*, *Stress Test* e *Back Test*, para administração da carteira de direitos creditórios. Assim, os controles sobre o bom funcionamento do FIDC, ainda estão limitados aos mecanismos previstos em seu regulamento, como por exemplo, o cálculo de indicadores de relação entre cotas sênior e subordinada, percentual de

atraso da carteira de recebíveis, além da avaliação trimestral da Agência de Classificação de Risco.

A dificuldade da análise de uma operação de FIDC apresenta maiores reflexos nas negociações do mercado secundário das cotas, também pelo fato do trabalho dos Distribuidores, que demonstram detalhadamente as características da operação, estarem limitados à distribuição primária. Desta forma, o investidor interessado em adquirir cotas de FIDC no mercado secundário ao obter o prospecto do fundo junto ao administrador, CVM, ou entidades onde as cotas dos FIDC são registradas para negociação, analisa os documentos da estrutura de securitização de ativos sem o suporte de um distribuidor para o entendimento da operação.

Atualmente, o FIDC tem proporcionado ao cotista sênior uma rentabilidade superior às alternativas mais tradicionais de investimento, isto é, um retorno ao redor de 108% do CDI. Este atrativo, somado aos fatos os investidores institucionais, principais investidores do FIDC, têm um horizonte de investimento de longo prazo, de que a cota sênior não tem praticamente volatilidade, pois as cotas subordinadas recebem todos os impactos dos eventos da carteira do FIDC (inadimplência dos recebíveis, volatilidade dos demais ativos da carteira, etc.); e a curva de taxa de juros é invertida (ou seja, a taxa de juros *spot* é maior que a taxa futura projetada) conforme Gráfico 3.5 abaixo, também explicam a baixa liquidez no mercado secundário, visto que o FIDC é um ativo rentável com baixa volatilidade que faz com que o investidor adquira cotas e permaneça como cotista até a data de resgate.

GRÁFICO 3.5 – PROJEÇÃO DA TAXA DI



Entre as dificuldades existentes no mercado secundário, segundo os Escrituradores de cotas de FIDC, esta também a falta de cálculo do prazo de permanência do investidor, pelas bolsas de valores e mercados de balcão organizados, o que dificulta a apuração das alíquotas progressivas para IR-Fonte, conforme o que dispõem as Leis 11.033/04 e 11.053/04. Nesse sentido, fica comprometido também na emissão dos Informes de Rendimentos Financeiros para as Pessoas Físicas, já que estas entidades igualmente não disponibilizam informação relativa ao custo de aquisição da carteira conforme o que preceitua a legislação fiscal.

Em relação especificamente ao CETIP, a situação é ainda mais complicada, pois a entidade não reconhece nos seus Regulamentos internos a figura do Escriturador. Assim os depósitos e retiradas são realizados sem o conhecimento e anuência do Escriturador, podendo acarretar divergências entre as quantidades e titularidades registradas escrituralmente e eventuais negócios realizados naquele ambiente.

3.4. Os investidores Potenciais de FIDC

Os investidores qualificados de maior representatividade no fornecimento de *funding* para empresas, por serem potenciais compradores de valores mobiliários de longo prazo, são as companhias seguradoras e sociedades de capitalização as entidades abertas e fechadas de previdência complementar, também conhecidos como investidores institucionais.

A importância dos investidores institucionais no Brasil como provedores de recursos para o mercado de capitais foram sacramentados com a lei nº 6.435, de 15/07/1977, que dispõe sobre as entidades de previdência privada, decretada pelo Congresso Nacional e sancionada pelo Presidente da República. Esta lei, que foi inicialmente regulamentada pelo decreto nº 81.240, de 20/01/1978, tinha como um de seus objetivos, coordenar as atividades das entidades de previdência privada com as políticas de desenvolvimento social e econômico-financeira do Governo Federal.

Conforme Art. 1º da lei nº 6.435, as entidades de previdência privada são as que têm por objeto instituir planos privados de concessão de pecúlios ou de rendas, de benefícios complementares ou assemelhados aos da previdência social, mediante contribuição de seus participantes, dos respectivos empregadores ou de ambos.

Ao contrário do desequilíbrio atuarial do INSS, o sistema previdenciário privado representa uma das principais fontes de recursos para a viabilização dos investimentos. Segundo informações do Ranking Top Asset de Setembro/05, da Revista Investidores Institucionais, os investimentos dos fundos de pensão, das previdências abertas e das seguradoras somavam R\$ 249.362,90 milhões de reais.

Conforme projeções abaixo da Salomon Smith Barney para o crescimento dos ativos dos fundos de pensão privados dos países latino-americanos, a representatividade desses fundos no Brasil passaria de 12,9 % do PIB em 2005, para 24,5% do PIB em 2015.

Os fundos de pensão podem ajudar o investimento produtivo através da aplicação em títulos privados, aplicação em cotas de fundos que compram títulos privados e aplicação de CDB e RDB de bancos que emprestam recursos de longo prazo às empresas.

PEDRO-PAULO KUCZYNSKY observa no livro *Depois do Consenso de Washington* (2004, página 101), sobre os países da América Latina, que devido aos “níveis altos de risco comercial e político em vários países significam que os investidores, querem sejam privados ou institucionais, são mais propensos a comprar títulos do que comprar ações, que em geral são consideradas especulativas”.

Devido os FIDC serem títulos de renda fixa com rentabilidade superior às alternativas de investimento de renda fixa mais tradicionais, apresentando uma rentabilidade média ao redor de 108 % do CDI para as cotas seniores ofertadas até outubro de 2005, estes ativos podem atender às necessidades atuariais de investimentos dos Investidores institucionais. Conforme disposto nas Resoluções do Banco Central do Brasil, que alteram e consolidam as normas que estabelecem as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar (Resolução 3.121) e 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 dos respectivos recursos (Resolução 3.034), estabelecem que os recursos alocados no segmento de renda fixa devem respeitar o limite máximo de 10% (dez por cento) para cotas de fundos de investimento em direitos creditórios e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios¹⁶.

¹⁶ A Resolução 3.121 determina ainda que os investimentos em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios e em cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (art. 10, inciso VII, e art. 11, inciso V), o total das aplicações em um mesmo fundo de investimento não pode exceder 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo.

Desta forma, sem considerarmos os recursos dos demais investidores qualificados, o potencial de investimento em cotas de FIDC e cotas de FIC de FIDC seria de R\$16.763,70 milhões.

Além dos investidores institucionais, os fundos de investimento de renda fixa podem se tornar a grande fonte de recursos para o investimento em cotas de FIDC. Isto porque, segundo a política de investimento desses fundos definida pela instrução CVM 409, conforme destacada no primeiro capítulo, os recursos podem ser investidos até o limite de 10% de seu patrimônio em cotas de FIDC (exceto os fundos multimercados que este limite está em até 100% do patrimônio, desde que a concentração esteja prevista em regulamento). Desta forma, dado que estes fundos somavam R\$ 278,2 bilhões em setembro de 2005, existe um mercado potencial para os FIDC de pelo menos R\$27,8 bilhões.

Ao contrário dos fundos de pensão, os fundos de investimentos não têm necessariamente um horizonte de investimento de longo prazo. Assim, caso esses fundos tornem-se investidores freqüentes de FIDC, as negociações no mercado secundário tendem a aumentar para possibilitar a administração das aplicações e resgates dos investidores nos fundos de investimento.

Para tanto, deve ser observado que, conforme disposto no Artigo 109 da Instrução CVM 409, que apenas são considerados Investidores Qualificados os “fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados”. Esta definição limita o potencial de recursos destinados aos FIDC, pois não consideram os valores de fundos de investimentos voltados para pessoas físicas e jurídicas que não são investidores qualificados, apesar destes serem administrados por pessoas de elevado conhecimento técnico no mercado financeiro e que já podem aplicar os recursos administrados em ativos que apresentam riscos relevantes, como os dos mercados de ações e derivativos.

3.5. Aspectos relevantes do desenvolvimento do mercado de securitização de recebíveis Americano e Europeu

O mercado americano de securitização iniciou-se no começo dos anos 1970 com a venda de empréstimos hipotecários reunidos e garantidos pelo governo. O mercado de hipotecas nos Estados Unidos, que são empréstimos efetuados com garantia real de um imóvel específico, financia imóveis residenciais (casas e apartamentos) e imóveis não residenciais (propriedades comerciais e rurais).

A securitização da hipoteca acontece quando de sua utilização pelo originador, ou pelo investidor detentor do ativo, como garantia real para a captação de recursos através da emissão de um título no mercado.

O governo federal, ainda na década de 1970, aumentou seu envolvimento no mercado hipotecário de securitização com a formação de agências nacionais como a *Government National Mortgage Association* e a *Federal National Mortgage Association* para controlar e aumentar a abrangência dos fundos emprestáveis de recursos ao mercado e diminuir os desequilíbrios regionais em períodos de apertos de crédito.

As atividades das agências *Government National Mortgage Association* (GNMA), *Federal National Mortgage Association* (FNMA), e também a *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC) ajudam o desenvolvimento do mercado hipotecário primário, adquirindo uma variedade de títulos de originadoras, alterando o colateral para *Securitized Obligations*, e criando produtos derivativos como *Collateralized Mortgage Obligations* (CMOs), que serão comentados em seguida.

Portanto, além de atrair a demanda das originadoras pelas operações de securitização com a oferta de *funding*, gerando assim ativos no mercado, as agências aumentam também a liquidez desses títulos para os aplicadores, adequando seu lastro para atender as demandas de potenciais investidores por prazos específicos, níveis de riscos, e etc.

O mercado de securitização americano, apesar de não ser operacionalizado através de fundos, mas sim por intermédio de uma *Special Purpose Entity – SPE*, possibilita atualmente os ¹⁷Empréstimos Hipotecários, a negociação de títulos com lastros em hipotecas (*mortgage pass-through security* - ¹⁸Títulos Hipotecários), obrigações hipotecárias com garantia real, títulos lastreados em hipotecas com separação de

¹⁷ Representando o maior mercado de dívida do mundo, conforme estimativas de Frank Fabozzi, o mercado hipotecário americano somava em 1990 cerca de US\$ 3,5 trilhões, contra US\$ 1,9 trilhão dos títulos do governo dos EUA e US\$ 1,4 trilhão de bônus corporativos de empresas locais. As hipotecas são ofertadas pelos credores originais do financiamento (originadoras), que podem ser as instituições de poupança, os bancos comerciais, os bancos hipotecários, companhias de seguros de vida e fundos de pensão.

Os originadoras, para avaliar a concessão de um empréstimo a um candidato que pretende obter recursos para financiar a casa própria, consideram entre outros fatores, os seguintes índices:

- *Payment-to-income ratio* (PTI): o PTI é um índice de pagamentos/receita que avalia a capacidade do tomador de honrar os pagamentos mensais inerentes à hipoteca. A capacidade de pagamento do tomador de recursos é inversamente proporcional ao índice calculado, ou seja, quanto menor o PTI, maior será a capacidade de pagamento do candidato ao empréstimo;
- *Loan-to-value ratio* (LTV): o LTV representa um índice do empréstimo/valor que compara o recurso a ser emprestado com o valor de mercado do imóvel em questão. A garantia do empréstimo é maior quanto menor for o coeficiente LTV calculado.

As agências FNMA e FHLMC compram apenas as chamadas “conforming mortgages”; isto é, as hipotecas que atendem critérios de (i) montantes de empréstimo máximo, (ii) coeficientes máximo de PTI e (iii) coeficiente máximo de LTV.

Os serviços de cobranças dos pagamentos mensais dos valores devidos pelo tomador do empréstimo e os demais trabalhos de controladoria inerentes às hipotecas, são efetuados pelos Servidores de Hipotecas (entidades relacionadas a Bancos, Instituições de Poupança e Bancos Hipotecários).

¹⁸ Os títulos com lastros em hipotecas surgem quando detentores de hipotecas, que podem ser agências ou instituições privadas, vendem cotas de participação de um conjunto (*pool*) de hipotecas. Os títulos hipotecários disponíveis no mercado americano de emissão de agências são:

- Mortgage Backed Securities (MBS): títulos com lastros em hipotecas garantidos pela Government National Mortgage Association (Ginnie Mae);
- Mortgage backed Securities (MBS): títulos com lastros em hipotecas garantidos pela Federal National Mortgage Association (Fannie Mac); e
- *Participation Certificate* (PC): certificado de participação de hipotecas garantidos pela Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)

As garantias destes títulos contra a inadimplência dos sacados podem proteger o pagamento dos juros e do principal nas respectivas datas de pagamento (títulos hipotecários plenamente modificados), ou proteger também o pagamento dos juros e do principal, sendo que apenas o juros será garantido na respectiva data de pagamento (títulos hipotecários modificados).

cupom (¹⁹*Stripped Mortgage-Backed Securities*), títulos lastreados em ativo diferenciados segundo seus direitos e títulos referenciados em outras moedas (os chamados *Notes*²⁰ dos ²¹*Collateralized Mortgage Obligations (CMO)* e dos *Asset Backed Securities - ABS*²²).

19 Os *Stripped Mortgage-Backed Securities* são títulos hipotecários (MBS) com a separação de cupom. Através de instrumentos do mercado de derivativos, os MBS com separação de cupom podem distribuir as seguintes emissões no mercado:

- Synthetic-cupom pass-throughs,
- Interest-only / principal-only securities; e
- CMO strips.

²⁰ Os valores mobiliários emitidos pelos *Collateralized Debt Obligations (CDO)*, um segmento dos *Asset Backed Securities (ABS)*, podem ser ou não classificados por agências de classificação de risco, conforme a seguir:

- *Senior Notes*: Possui prioridade de recebimentos nas amortizações e resgates, podendo apresentar cupom com remuneração pós ou prefixada (Classificação de Risco normalmente observada: “A” a “AAA”);
- *Mezzanine Notes*: Possui prioridade sobre a classe *Subordinate* para recebimentos de amortizações e resgates, podendo também apresentar cupom com remuneração pós ou prefixada (Classificação de Risco normalmente observada: “B” a “BBB”);
- *Subordinate Notes*: *Subordina-se às demais classes para efeito de amortização e resgate. As Subordinate Notes, em caso de eventuais inadimplências, são as primeiras a serem impactadas, podendo de acordo com o comportamento da carteira de ativos e os custos do CDOs inclusive ter ou não cupom para seu detentor (Não possui Classificação de Risco).*

21 O CMO é um título com garantia real lastreado por empréstimos hipotecários e títulos hipotecários e títulos lastreados em hipotecas com separação de cupom. O CMO pode ter mais de uma classe de emissão que são diferenciadas pelo prazo de vencimento. Com o objetivo de mitigar riscos de inadimplência e atender as expectativas de risco e retorno dos vários investidores, o CMO diferencia suas classes, conforme definido no processo de distribuição, quanto aos pagamentos juros periódicos e ao resgate (que são efetuados por ordem de prioridade).

²² Os ABS, a exemplo dos FIDC, são valores mobiliários lastreados por ativos, que não dependem da qualidade de crédito do emissor. Para tanto, ao invés da utilização de um fundo de investimento, nesta operação o originador vende de forma definitiva (*True Sale*) direitos creditórios para uma *Special Purpose Entity – SPE*, que por sua vez emite ABS para investidores.

“Em 1985, estabelece nos EUA, o mercado de securitização de longo prazo, quando cerca de USD 1,2 bilhões em ABS foram emitidos. Desde então, o mercado de ABS cresceu substancialmente para USD 280 bilhões em novas emissões em 2001 e cerca de USD 350 bilhões previstas para 2002” (Moody’s Investors Service, *Desmistificando Securitização para Investidores sem Proteção de Garantias*, janeiro de 2003).

Os ABS, pelo fato de proporcionarem rentabilidades superiores às debêntures com menor ou igual nível de risco, e menor volatilidade, têm recebido recursos de investidores que usualmente aplicavam em *corporate bonds*.

Análises empíricas das emissões de ABS, classificados como AAA, realizadas entre 1998 e 2003, apresentaram retornos médios de 5 *basis points* superiores aos AAA *corporate bonds*. Por outro lado, a complexa estrutura dos ABS demandam um maior capacidade de análise do investidor do que nas aplicações em *corporate bonds*.

A tecnologia da securitização, iniciada no Estados Unidos, já se encontra globalizada, sendo utilizadas em países da Europa, Japão e América Latina. Está tendência reflete também no público de investidores alvos do produto, que está expandindo fronteiras para outros países.

Desta forma, além das tradicionais garantias hipotecárias, pode ser encontrado valores mobiliários lastreados em leasing de automóveis; financiamento de automóveis; leasing de equipamentos; leasing de containers marítimos; financiamento de barcos; financiamento hipotecário de imóveis; leasing de aeronaves; recebíveis de cartão de crédito; financiamento de caminhões; *home equity loans*; *automobile loans*; *lease installment contracts*; *manufactured housing loans* e *health-care receivables*.

O sucesso da indústria de securitização americana está refletido nos números, conforme mostra a Tabela 3.8 abaixo, registrando no 1º trimestre de 2005 US\$7,394 trilhões, que é equivalente a 181% do total de títulos federais americanos emitidos.

TABELA 3.8 – EMISSÃO DE TÍTULOS DE RENDA FIXA NO MERCADO AMERICANO: SALDOS EMITIDOS, EM FINAL DE PERÍODO, EM US\$ TRILHÕES

	Munis	Treas. (1)	MBS (2)	Deb.	Agem Fed.	C/P (3)	ABS (4)	Emissão Total
1995	1,294	3,307	2,352	1,938	845	1,177	316	11,229
1996	1,296	3,445	2,486	2,122	926	1,394	404	12,073
1997	1,319	3,442	2,680	2,359	1,023	1,693	536	13,052
1998	1,403	3,341	2,955	2,709	1,301	1,978	732	14,419
1999	1,457	3,266	3,334	3,047	1,620	2,339	901	15,964
2000	1,481	2,952	3,565	3,359	1,855	2,663	1,072	16,947
2001	1,604	2,968	4,126	3,835	2,150	2,567	1,281	18,531
2002	1,763	3,205	4,705	4,094	2,293	2,546	1,543	20,149
2003	1,892	3,575	5,309	4,462	2,637	2,526	1,694	22,095
2004	2,019	3,944	5,473	4,705	2,745	2,872	1,828	23,586
2005 T1	2,053	4,086	5,555	4,894	2,703	3,014	1,839	24,144

Fonte: The Bond Market Association. (1) Tit. Públicos Federais de todos os vencimentos; (2) Inclui GNMA, FNMA, and FHLMC e CMOs Federais; (3) Inclui Commercial paper, banker's acceptances e CDM Jumbo; (4) Colocações públicas e privadas

Em decorrência do aumento da demanda de investidores de outros países por U.S. dólar ABS, conforme apontado por Bhattacharya e Fabozzi, "in 1995 65% (\$31 billion out of total of \$48 billion) of credit card issuance was predominantly structured as floating rate LIBOR based securities" (Bhattacharya e Fabozzi, página 5).

Entre os recebíveis que servem de lastro para os ABS destacam-se o financiamento da casa própria e vendas a prazo no cartão de crédito, com respectivamente 25% e 20% das emissões somadas no final do primeiro trimestre de 2005.

A Tabela 3.9 apresenta dados das negociações realizadas com o MBS no mercado secundário americano. O volume anual das operações com MBS cresceu de US\$12.812,0 milhões, em 1991, para US\$254.608,5 milhões, em 2005.

TABELA 3.9 – AVERAGE DAILY TRADING⁽¹⁾ COLUME OF AGENCY MBS - YARLY
(US\$ MILLIONS)
(de 1991 a 2005)

Year	Transactions with inter-dealer Brokers	Transactions with Others	Total
1991	6.059,0	6.768,0	12.827,0
1992	7.598,0	9.435,0	17.033,0
1993	9.491,0	12.617,0	22.108,0
1994	11.979,0	18.432,0	30.411,0
1995	10.322,0	19.071,0	29.393,0
1996	13.669,0	24.479,0	38.148,0
1997	15.171,0	31.905,0	47.076,0
1998	22.852,0	48.074,0	70.926,0
1999	23.616,0	43.500,0	67.116,0
2000	25.087,0	44.384,0	69.471,0
2001	32.591,0	79.365,0	111.956,0
2002	42.747,0	111.744,0	154.491,0
2003	55.790,0	150.184,0	205.974,0
2004	60.613,0	146.787,0	207.400,0
2005*	63.896,3	190.712,2	254.608,5

*As of September 30,2005

(1) Average daily trading volume in agency mortgage-related securities by primary dealers with inter-dealer brokers and primary dealers with others.

Fonte: Federal Reserve Bank of New York.

A Europa é a região, depois do Estados Unidos, que possui o mercado de securitização mais desenvolvido do planeta. A primeira emissão de mortgage-backed securities ocorreu em 1987 pela National Home Loans e somou 21 bilhões de libras. Desde então, até 1995, apesar da disseminação de novas tecnologias de securitização, o mercado tem crescido lentamente.

Entre os países da Europa, o Reino Unido (UK) possui o mercado de securitização mais estruturado para o crescimento. Após um período de recessão econômica, que prejudicou o crescimento da indústria de securitização, refletido no baixo número de emissões conforme apresentado na Tabela 3.10, o país encontra-se estruturado com

uma variedade de categorias de ativos (recebíveis), um saudável ambiente regulatório, bom conhecimento tecnológico e forte base de investidores potenciais.

TABELA 3.10 – NÚMEROS TOTAIS DE EMISSÕES PÚBLICAS NO MERCADO EUROPEU (1987-1995):

Area	Percentage
Residencial Mortgage	81
Auto Loans	6
Personal Loans/Second Mortgage	8
Leases	3
Commercial Property	7
Other	2
Credit cards	1

Fonte: Livro Asset-Backed Securities – página 26

As operações realizadas entre os anos 1994 e 1995 começaram a incluir emissões similares às cotas subordinadas para aumentar a proteção dos investidores das cotas seniores. Outra característica interessante das emissões do período foi à utilização de reservas para compensação de prejuízos, como *spread account*, que possibilitaram que também a classe subordinada fosse classificada pelas agências classificação de risco.

No entanto, as operações de securitização n Reino Unido têm em sua maioria adotado estruturas, ratificadas por empresas de classificação de risco e de assessoria jurídica que ainda não foram testadas.

Ressalta-se também que uma recente inovação adotada nas estruturas das operações de securitização é a abordagem de empréstimos com garantia de fluxo de

caixa dos ativos relevantes do originador, que tende a proporcionar em muitos pontos uma estrutura mais forte que a tradicional caracterização *true sale*²³.

O Mercado de securitização na Europa (incluindo a securitização no mercado imobiliário) vem apresentando forte crescimento e atingiu em 2003 €217,20 bilhões, segundo a *European Securitization Forum*. Este volume foi 363% maior ao registrado em 1997, de €46,90 bilhões.

Entre os principais órgãos reguladores das operações de securitização no Reino Unido estão *Bank of England* com relação aos bancos, a *Building Societies Commission* para as construtoras e a *Accounting Standards Boards* para as companhias em geral.

Naturalmente, a diversidade das características dos mercados associado à lentidão de reguladores de países como, por exemplo, França, Bélgica e Espanha para adequar imperfeições da legislação, prejudicaram a divulgação em todo o continente dos benefícios e a tecnologia da securitização.

Os prováveis motivos para o fraco desempenho do mercado de securitização Europeu, no período de 1987 a 1995, foram o baixo número de originadores, a recessão no mercado imobiliário com sérios reflexos na situação financeira de alguns originadores, a competição com os bancos tomadores de ativos, os períodos de recessão econômica que inviabilizaram a demanda pelas operações e o elevado custo da estrutura.

Atualmente, conforme apontado por Taylor, 50% das emissões são *residential mortgage-backed*. Entre os ativos potenciais para os mercados de securitização destacam-se as hipotecas de empréstimos residenciais, as propriedades comerciais, os empréstimos pessoais e os recebíveis de Cartão de Crédito.

²³ *True Sale* é a definição para uma venda (cessão de crédito) definitiva e acabada.

Conclusão

O estudo conclui que a indústria tem trabalhado o FIDC de forma semelhante à emissão de debêntures. Neste contexto, os fundos são constituídos, quase que na totalidade das vezes como condomínios fechados com pagamento de amortizações periódicas, e cotas seniores ofertadas por prazos com vencimentos entre 3 a 5 anos.

O principal motivo da baixa liquidez das cotas no mercado secundário é devido à concorrência das taxas dos títulos públicos federais, que prejudicam a demanda pelos títulos de renda fixa. Adicionalmente, os FIDC não estão atendendo às necessidades de investimento dos diversos investidores potenciais para o produto. Isto é devido basicamente a 3 razões que precisam ser desenvolvidas.

A primeira razão se deve pela inexistência de mercado secundário para os direitos creditórios. A falta desse mercado faz com que, na prática de mercado, o administrador contabilize a cota sênior de emissão do fundo, e os próprios direitos creditórios integrantes da carteira do fundo, valorizando-os pela rentabilidade alvo do produto e a taxa de desconto do ativo estabelecida na cessão do crédito, sem marcá-los a mercado; ou seja, sem atualizar diariamente o valor da cota e os direitos creditórios que compõem a carteira do fundo ao preço de negociação, caso estes fossem vendidos naquele dia. Assim, as negociações do mercado secundário quando não realizadas pelo preço do valor da cota divulgada do dia pelo administrador, acarretam um lucro/prejuízo imediato para os investidores, dado que o administrador não marca a mercado a cota do FIDC. Esta dificuldade pode ser acertada com a contabilização das cotas a preços negociados no mercado. Seguindo o exemplo do procedimento adotado pelos fundos de investimento na contabilização de debêntures, que marcam a mercado as debêntures que fazem parte de suas carteiras, com base nos preços unitários de negociação no mercado

secundário disponibilizadas pela ANDIMA no site SND - Sistema Nacional de Debêntures (www.debentures.com.br), os investidores dos FIDC precisam considerar o valor de negociação da cota na contabilização de sua carteira de ativos, para não caracterizar resultados (lucro/prejuízo) que não refletem a realidade de mercado. O desenvolvimento do mercado secundário para negociação das cotas de FIDC fechado pode atrair ainda as empresas, consideradas investidores qualificados, para investir no produto. Ressalta-se que as empresas não investem atualmente em FIDC, devido à dificuldade de negociar as cotas no mercado secundário, pois podem necessitar de recursos em prazos inferiores ao prazo de duração das cotas.

A segundo razão, e que afeta também a demanda do ativo no mercado primário, é a falta de produtos que atendam o perfil de investimento dos investidores potenciais. Por exemplo, os Investidores Institucionais, que podem investir recursos por prazos longos, e os Fundo de Investimento em Cotas de FIDC, que têm a necessidade de manter no mínimo 95% de seu capital investido em cotas, não possuem a menor necessidade de receber amortizações periódicas. As amortizações representam para esses investidores o resgate em um ativo rentável antes do prazo desejado, além de acarretar uma maior carga fiscal para investidores não isentos de IR com os pagamentos periódicos. A indústria de FIDC necessita assim adequar-se às reais necessidades dos investidores, ofertando a exemplo do mercado de securitização americano, títulos diversos com garantia real, títulos com separação de cupom, títulos lastreados em ativo diferenciados segundo seus direitos (as Cotas Mezanino) e títulos referenciados em outras moedas.

Isto sem falar no público de investidores individuais, que não podem adquirir cotas de FIDC por não serem investidores qualificados. Estes investidores individuais poderiam muito bem se beneficiar das vantagens do investimento em cotas de FIDC, caso sejam permitidas futuramente pela CVM, apesar do grau de sofisticação e complexidade inerente a uma operação de securitização de recebíveis, desde que o investimento seja efetuado por intermédio da expertise de um administrador de fundo de investimento, conforme apresentado no capítulo 1.

Os fundos de investimento de renda fixa e multimercados, diferentemente dos fundos de pensão que aplicam recursos de longo prazo, têm horizonte de investimento de curto prazo. Assim estes fundos, que normalmente são constituídos como condomínios abertos, tendem à aumentar as negociações com FIDC no mercado secundário para atender às necessidades de aplicação e resgate de seus cotistas.

A terceira razão que dificulta as negociações do mercado secundário de FIDC está na falta de padronização dos documentos usualmente utilizados na distribuição das cotas dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Esta ineficiência na documentação prejudica a análise pelos investidores no mercado primário, e praticamente inviabiliza o entendimento da operação de securitização do FIDC para aquisição do ativo no mercado secundário, visto que (i) não existem mais os *Road Shows* para explicação e venda do produto, e (ii) os produtos são complexos e podem apresentar várias estruturas possíveis.

Para aumentar a liquidez no mercado secundário de FIDC, algumas medidas que estão sendo estudadas para as debêntures, por entidades como ANBID, ABRASCA, BOVESPA, e ANDIMA, podem também ser adotadas para o ativo. Entre essas medidas destacam-se um acompanhamento do ativo pelo distribuidor, com relatórios voltados para investidores, durante toda vida do título. A contratação, pela empresa cedente dos direitos creditórios, de um *market maker* responsável para formar um mercado para o ativo, garantido a existência da contraparte da operação para os vendedores e compradores das cotas também é considerado uma medida eficiente para o desenvolvimento do mercado secundário. Dentro do mesmo conceito de garantir uma liquidez para as cotas de FIDC, existe também a idéia de criação de um fundo de liquidez, com política de investimento de aplicar preponderantemente em ativos de renda fixa, com participação de recursos do BNDES e de instituições financeiras. Outras duas medidas importantes para aumentar a liquidez do mercado seria a venda pulverizada e a realização de melhorias na regulamentação. Em relação a esta última medida para o desenvolvimento do mercado secundário,

ressalta-se que é necessário adequar pontos da regulamentação que podem ser aperfeiçoados. A CVM, por exemplo, estabelece que os condôminos dos fundos sejam tratados da mesma forma. Porém, contrariando o próprio conceito da norma, exige que apenas os investidores da subscrição primária assinem o termo de adesão ao regulamento do fundo. Os investidores que adquirirem cotas no mercado secundário não são obrigados a assinar o documento e podem aplicar em um produto do qual desconheçam os riscos potenciais.

Outro ponto está no período de distribuição de cotas do FIDC, apesar do produto possuir uma instrução específica (instrução normativa CVM 356), a CVM tem exigido que os procedimentos para distribuição de cotas satisfaçam também a instrução normativa CVM 400 (que trata da distribuição de valores mobiliários). A falta de clareza das informações exigidas pela CVM na instrução específica do FIDC dificulta o trabalho dos distribuidores e a elaboração do prospecto do produto.

A instrução CVM 409, que orienta o funcionamento dos fundos de investimento, permite que fundos de renda fixa apliquem em cotas de FIDC, sem especificar que estes fundos devam ser destinados exclusivamente a investidores qualificados, conforme estabelecido na instrução CVM 356. Desta forma, o mercado fica sem saber ao certo se devem considerar os fundos de investimento, regulados pela instrução CVM 409, como investidores potenciais para o produto. Adicionalmente, devia-se permitir o investimento em cotas de FIDC por investidores individuais, não considerados investidores individuais, desde que o investimento seja efetuado por intermédio de fundos de investimento, que possuem administradores qualificados para avaliar este tipo de ativo.

As imperfeições estão presentes na própria Instrução CVM 356, que não deixa evidente a necessidade de elaboração de um prospecto para a distribuição do fundo,

conforme disposto em seu artigo 20²⁴, que trata da documentação necessária para registros automáticos das cotas a serem distribuídas.

Paralelamente, apesar da procura dos investidores por cotas de FIDC, que proporcionam rentabilidades mais atrativas que os fundos de investimentos tradicionais, tender a crescer na medida em que a taxa básica juros da economia decresça, existe a possibilidade também de aumentar os limites definidos na política de investimento para aplicação em cotas de FIDC e fundos de investimento em cotas de FIDC, determinada nas resoluções 3.034 e 3121 do BACEN, que consolidam respectivamente as normas que disciplinam as aplicações das companhias seguradoras e sociedades de capitalização, e das entidades abertas e fechadas de previdência complementar, para aumentar assim o potencial de investimento em FIDC.

²⁴ Conforme disposto no Parágrafo Primeiro do artigo 20 da Instrução CVM 356, para registro automáticos das cotas a serem distribuídas, entre outros documentos, deverá ser encaminhado o "material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo, inclusive prospecto, se houver".

Referências Bibliográficas

- BRASIL. BACEN. *Resolução Nº 2.907*, Brasília, Banco Central do Brasil, 2001.
- BRASIL. BACEN. *Resolução Nº 3.034*, Brasília, Banco Central do Brasil, 2002.
- BRASIL. BACEN. *Resolução Nº 3.121*, Brasília, Banco Central do Brasil, 2003.
- BRASIL. CVM. *Instrução CVM 356*, Brasília, Comissão de Valores Mobiliários, 2001.
- BRASIL. CVM. *Instrução CVM 359*, Brasília, Comissão de Valores Mobiliários, 2003.
- BRASIL. CVM. *Instrução CVM 400*, Brasília, Comissão de Valores Mobiliários, 2003.
- BRASIL. CVM. *Instrução CVM 409*, Brasília, Comissão de Valores Mobiliários, 2004.
- BRASIL. CVM. *Instrução CVM 411*, Brasília, Comissão de Valores Mobiliários, 2004.
- BOVESPA. *BFIX - Boletim do Mercado de Renda Fixa*. São Paulo, Ano II - nº 06, 2006.
- BHATTACHARYA, A.K. e FABOZZI, F.J. *Asset Backed Securities*. Pennsylvania, FJF, 1996.
- CAPITAL ABERTO. Ano 1, número 2. Outubro/2003.
- CHICK, V. A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros. Ensaio FEE, Porto Alegre, 1994.
- FABOZZI, F.J. *Mercados, Análise e Estratégias de Bônus (Títulos de Renda Fixa)*. Rio de Janeiro, Qualitymark, 2000.
- FABOZZI, F.J. e GOODMAN, L.S. *Investing in Collateralized Debt Obligations*. New York, Wiley, 2001.

- FERREIRA, C.K.L.e FREITAS, M.C.P. *O Mercado internacional de crédito e as inovações financeiras*_IESP/FUNDAP, Estudos Especiais nº 1, 1990.
- FERREIRA, C.K.L. *O financiamento da indústria e da infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais*. Tese de Doutorado, Instituto de Economia da Unicamp, setembro de 1995.
- GERTLER, M. “*Financial Structure and aggregate economic activity*” *Journal of Money, Credit and Banking* vol. 20, nº 3, parte 2, agosto de 1988.
- GITMAN, L.J. *Princípios de Administração Financeira*, São Paulo, Harbra, 1997.
- GURLEY, J. e SHAW, E. *Financial aspects of economic development*. *The American Economic Review*, setembro de 1955.
- INVESTIDORES INSTITUICIONAIS. Ano 10, número 162. Setembro/2005.
- LEITURAS DE ECONOMIA POLÍTICA. Número 5, Unicamp. Dezembro/1997.
- KEYNES, J.M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo, Abril, 1985.
- KUCZYNSKI, P. e WILLIAMSON, J. *Depois do Consenso de Washington, Retomando o crescimento e a reforma na América Latina*. São Paulo. Saraiva, 2004.
- SAUNDERS, A. *Credit Risk Measurement*. New York, John Wiles & Sons, Inc., 1999.

ANEXO I - Fatores de risco dos FIDC

As aplicações junto ao Fundo, por sua própria natureza, estão sujeitas a flutuações de mercado e/ou a riscos de crédito das respectivas contrapartes que poderão gerar perdas ao Fundo e, conseqüentemente, aos Cotistas.

As aplicações dos Cotistas não contam com a garantia das Cedentes, da Administradora, do Custodiante ou de suas Partes Relacionadas, nem mesmo do Fundo Garantidor de Créditos – FGC.

Quanto aos riscos associados ao investimento no FIDC, destacam-se, de forma não taxativa os seguintes riscos compilados de produtos disponíveis no mercado:

1) Dos Riscos de Mercado.

a) Os ativos financeiros que compõem a carteira do FIDC estão sujeitos a oscilações de preços em função da reação dos mercados a eventos econômicos e políticos, tanto no Brasil como no exterior, e a eventos específicos a respeito dos respectivos emissores/cedentes. As variações de preços desses ativos financeiros podem ocorrer também em função de alterações nas expectativas dos participantes do mercado, o que pode gerar mudanças nos padrões de comportamento de preços dos ativos financeiros sem que haja mudanças significativas no contexto econômico e/ou político nacional e internacional.

b) A precificação dos ativos financeiros integrantes das carteiras dos FIDC são normalmente realizadas de acordo com os critérios e procedimentos para registro e avaliação de títulos, valores mobiliários, instrumentos derivativos e demais operações estabelecidos na regulamentação em vigor. Referidos critérios de avaliação de ativos, tais como os de marcação a mercado podem ocasionar

variações nos valores dos ativos financeiros integrantes da carteira dos Fundos, resultando em aumento ou redução no valor de suas cotas.

2) Dos Riscos de Crédito.

a) As cotas dos fundos podem sofrer impacto em razão do inadimplemento dos Direitos de Crédito presentes nas carteiras do FIDC. Os cedentes de Direitos de Crédito integrantes das carteiras dos FIDCS são responsáveis pela origem e formalização dos Direitos de Crédito cedidos aos respectivos FIDCS, podendo assumir ou não a responsabilidade por seu pagamento ou pela solvência dos devedores dos Direitos de Crédito na forma de seus regulamentos.

b) Os ativos financeiros integrantes da carteira do Fundo e dos FIDCS estão sujeitos à capacidade de seus emissores em honrar os compromissos de pagamento de juros e principal referentes a tais ativos. Alterações nas condições financeiras dos emissores ou cedentes dos ativos financeiros e/ou na percepção que os investidores têm sobre tais condições, bem como alterações nas condições econômicas e políticas que possam comprometer a sua capacidade de pagamento, podem trazer impactos significativos nos preços e na liquidez dos ativos financeiros. Mudanças na percepção da qualidade dos créditos dos emissores ou cedentes, mesmo que não fundamentadas, podem também trazer impactos nos preços e na liquidez dos ativos financeiros.

c) O Fundo pode incorrer em risco de crédito na liquidação das operações realizadas por meio de corretoras e distribuidoras de valores mobiliários que venham a intermediar as operações de compra e venda de ativos financeiros em nome do Fundo. Na hipótese de falta de capacidade e/ou falta de disposição de pagamento de qualquer dos emissores ou cedentes de ativos financeiros ou das contrapartes nas operações integrantes da carteira do Fundo, o Fundo poderá sofrer perdas, podendo inclusive incorrer em custos para conseguir recuperar os seus créditos.

- Dos Riscos de Liquidez.

a) As cotas dos FIDC possuem baixa liquidez no mercado secundário brasileiro. Por conta dessa característica os Fundos constituídos na forma de condomínio fechado, ou seja, sem admitir a possibilidade de resgate de suas Cotas a qualquer momento, os Cotistas podem ter dificuldade em vender suas Cotas no mercado secundário, único meio de aliená-las.

b) O resgate das Cotas poderá eventualmente ser realizado mediante a entrega de Direitos de Crédito em virtude de amortizações e resgates do FIDC. Além disso, o cotista poderá vir a fazer parte de condomínio civil resultante de dação de Direitos de Crédito em pagamento de FIDC, se assim dispuserem os regulamentos dos respectivos FIDC. Nessas situações, os Cotistas podem encontrar dificuldades para vender os Direitos de Crédito recebidos.

- Dos Riscos Provenientes do Uso de Derivativos.

a) A contratação pelo FIDC de modalidades de operações de derivativos, se autorizada nos seus respectivos regulamentos, pode acarretar variações no valor dos respectivos patrimônios líquidos superiores àquelas que ocorreriam se tais estratégias não fossem utilizadas. Tal situação pode, ainda, implicar em perdas patrimoniais aos Fundos e aos Cotistas.

- Dos Riscos de Descontinuidade.

a) O FIDC pode ter suas cotas resgatadas ou amortizadas em datas anteriores às datas de amortização ou de resgate previstas nos respectivos regulamentos, ocorrendo, na hipótese de inexistir opção de investimento compatível com sua Política de Investimento, a conseqüente amortização ou resgate das Cotas. Além disso, os Regulamentos dos fundos podem estabelecer algumas hipóteses em que a Assembléia Geral de Cotistas poderá optar pela liquidação antecipada dos FIDC.

Nessas situações, os Cotistas terão seu horizonte original de investimento reduzido e poderão não conseguir reinvestir os recursos recebidos com a mesma remuneração proporcionada pelo Fundo.

- Risco de performance da Cedente.

Nos fundos que os Direitos Creditórios objetos de investimentos são Direitos Creditórios futuros, a serem originados pela Cedente na consecução de seu objeto social, sem a contratação de seguro que garanta a entrega de Direitos Creditórios, no caso de a Cedente interromper, por qualquer motivo, a entrega do produto ou serviço referente à geração de Direitos Creditórios, o Fundo somente procederá à amortização ou ao resgate das Cotas na medida em que os Direitos Creditórios sejam entregues pela Cedente e devidamente pagos pelos compradores, não havendo garantia de que as amortizações e o resgate ocorrerão integralmente nas datas programadas.

ANEXO II - O Caso “FIDC Parmalat”

O FIDC Parmalat foi o primeiro e, até o momento, único FIDC que teve suas estruturas operacional, jurídica e administrativa testadas.

O fundo, cuja política de investimento buscava aplicar seus recursos preponderantemente em direitos creditórios originados pelas empresas Parmalat e Batavo, teve os seguintes participantes:

- Estruturadores do FIDC: Bancos Itaú e Santander;
- Administrador: Intrag DTVM;
- Custodiante (Servicer): Banco Itaú;
- Auditor Externo: Deloitte;
- Agência de classificação de risco: Stannder & Poor`s.

Foram distribuídas, através de colocação pública, do equivalente a R\$ 110.500.000,00, em cotas seniores, e, por subscrição privada, o equivalente a R\$ 19.500.000,00 em cotas subordinadas (estas subscritas de forma privada pela Parmalat).

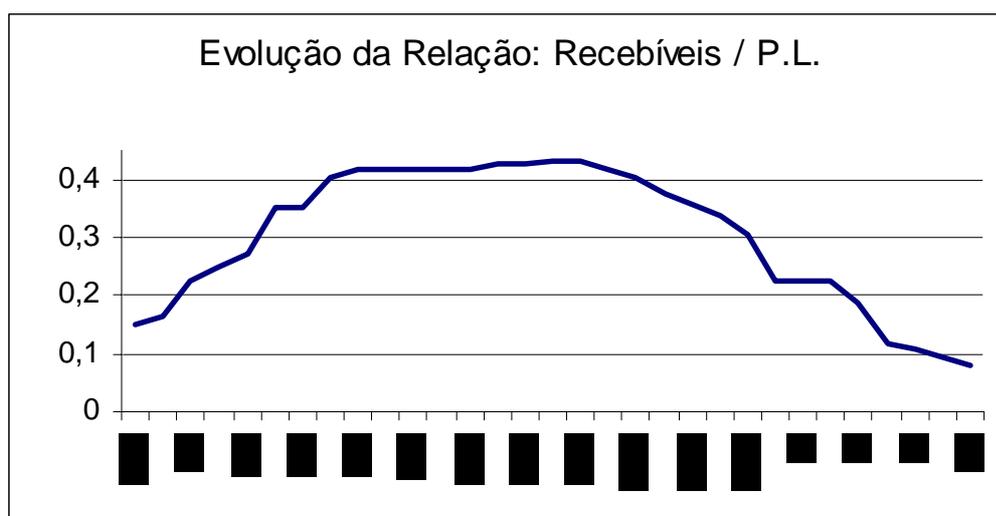
O fundo iniciou suas atividade em 27 de novembro de 2003, com as seguintes características básicas:

1. Fundo Fechado com prazo de duração das cotas seniores de 3 anos;
2. Rating: br AAA (Standard & Poor´s);
3. Rentabilidade Alvo da cota sênior (definida em *bookbuilding*): CDI+ 1,7% a.a.;
4. Razão de Garantia: no mínimo 15% de cotas subordinadas (com recomposição quinzenal);
5. Amortizações Semestrais;
6. Data de Vencimento: 27 de novembro de 2006

Na aquisição dos direitos creditórios, o custodiante, conforme especificado no regulamento e contrato de cessão, seguia os seguintes critérios de elegibilidade para o Parmalat FIDC:

- o prazo de vencimento do direito creditório não poderia ser inferior a 7 dias corridos, ou superior a 60 dias corridos, contado da data da aquisição;
- os direitos creditórios tenham decorrido, no mínimo, 5 dias da data de emissão de sua respectiva nota fiscal;
- o respectivo cliente não se encontre inadimplente no cumprimento de suas obrigações, nos termos de outro direito de crédito de titularidade do fundo;
- o percentual correspondente ao somatório do valor total de direitos creditórios de titularidade do fundo, devido por um mesmo cliente, não pode ser superior a 5% do patrimônio líquido do fundo;
- o percentual correspondente ao somatório do valor total de direitos creditórios de titularidade do fundo, devidos por clientes perfilados no anexo II do contrato de cessão, depois de computada, *pro forma*, a cessão pretendida, é igual ou superior a 80% do valor total dos direitos de crédito integrantes da carteira do fundo na ocasião;
- o respectivo cliente não tenha seu nome incluso no Cadastro de Emitentes de Cheques sem Fundos - CCF do Bacen;
- caso o cliente seja um cliente perfilado no anexo VI do regulamento, o mesmo não esteja em processo de falência, concordata preventiva ou suspensiva, e;
- caso o respectivo cliente não seja um cliente perfilado no anexo VI do regulamento, o mesmo (i) não tenha registro no cadastro da Centralização dos Serviços dos Bancos S.A. – SERASA, em razão de títulos protestados por falta de pagamento ou de aceite, cuja somatória dos valores unitários dos respectivos títulos seja superior a R\$ 70 mil e/ou (ii) não esteja em processo de falência, concordata preventiva ou suspensiva.

Logo após alguns dias do início das atividades do fundo, surgiram as primeiras notícias envolvendo supostos problemas no balanço da Parmalat Italiana. No dia 19 de dezembro de 2003, depois da Standard & Poor's rebaixar a classificação de risco da Parmalat SPA na Itália, iniciou-se especulações sobre a situação da filial brasileira. A partir desse momento, o administrador (i) seguindo o previsto no regulamento do fundo, parou de adquirir novos recebíveis e convocou uma Assembléia Geral extraordinária para comunicar às notícias que poderiam vir a impactar as atividades da Parmalat Brasil, e (ii) providenciou a realização de uma auditoria na custódia física dos direitos creditório, realizada pela empresa cedente, para verificação do lastro.



Obs: O fundo suspendeu a aquisição de recebíveis no dia 19/12/03.

No dia 22 de dezembro de 2003, após a verificação das informações fornecidas pelo administrador, a Standard & Poor's confirmou a qualidade de crédito das cotas do fundo, e dos direitos creditórios integrantes da carteira, reafirmando a classificação de risco br AAA do produto.

A primeira Assembléia Geral extraordinária do Parmalat FIDC aconteceu no dia 06 de janeiro de 2004. Foi esclarecido aos cotistas as notícias que envolviam as coligadas da Parmalat na Itália, como também apresentado à contabilidade do fundo. Apesar de não existir nenhum problema no FIDC Parmalat, a Assembléia Geral considerou que se tratava de um evento de liquidação do fundo. A Assembléia Geral extraordinária, específica para tratar a liquidação do fundo, que aconteceu em 9 de fevereiro de 2004, deliberou pela liquidação do FIDC Parmalat.

Conforme estabelecido na Assembléia Geral de Cotistas do Parmalat FIDC, realizada em 09 de fevereiro de 2004, o Administrador providenciou imediatamente a liquidação antecipada do fundo e os cotistas seniores receberam os recursos investidos acrescidos de juros, pelo período investido. Desta forma, o Parmalat FIDC foi liquidado e seu registro de funcionamento foi cancelado na CVM.

Entre os fatores determinantes para o rápido pagamento da totalidade dos valores devidos aos cotistas foram: (i) posicionamento do Administrador, interrompendo aquisição de novos direitos de créditos e, convocando Assembléia Geras para apresentação dos acontecimentos; e (ii) qualidade da carteira de direitos creditórios, conforme política de investimento do fundo, com vencimento máximo de 60 dias.

ANEXO III - Significado de cada nota (escala internacional) dado pela SR Rating - Empresa Nacional de Classificação de Risco

NOTA DE LONGO PRAZO	DESCRIÇÃO
AAA ^{SR}	Garantias máximas, risco quase nulo. Chance de <i>default</i> , no prazo analisado, inferior a 0,5 em 100
AA ^{SR}	Garantias muito fortes, risco muito baixo. Chance de <i>default</i> , no prazo analisado, inferior a 1 em 100
A ^{SR}	Garantias fortes, risco baixo. Chance de <i>default</i> , no prazo analisado, inferior a 2 em 100
BBB ^{SR}	Garantias adequadas, risco módico. Chance de <i>default</i> , no prazo analisado, inferior a 5 em 100
BB ^{SR}	Garantias modestas, risco mediano. Chance de <i>default</i> , no prazo analisado, inferior a 15 em 100
B ^{SR}	Garantias insuficientes, risco alto. Chance de <i>default</i> , no prazo analisado, inferior a 30 em 100
CCC ^{SR}	Traços de <i>default</i> , risco muito alto. Chance de <i>default</i> , no prazo analisado, superior a 30 em 100
CC ^{SR}	<i>default</i> , provável, risco extremo. Chance de <i>default</i> , no prazo analisado, superior a 50 em 100
C ^{SR}	<i>default</i> , iminente, risco máximo. Chance

	de <i>default</i> , no prazo analisado, superior a 75 em 100
D ^{SR}	<i>default</i> ,
<i>Fonte: SR Rating</i>	

Cada nota pode ser ainda qualificada com um sinal positivo (+) ou negativo (-) que ajusta para cima ou baixo o nível obtido dentro de cada grau de classificação.

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](#)