



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

LUCAS DA SILVA MACHADO

**SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS ATRAVÉS DA ESTRUTURAÇÃO
DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO PARA EMPRESAS**

Salvador

2020

LUCAS DA SILVA MACHADO

**SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS ATRAVÉS DA ESTRUTURAÇÃO
DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO PARA EMPRESAS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Área de concentração: Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Frederico Azeredo Uchôa.

Co-orientador: Prof. Dr. Antônio Francisco de Almeida da Silva Jr.

Salvador

2020

Ficha catalográfica elaborada por Vânia Cristina Magalhães CRB 5- 960

Machado, Lucas da Silva.

M149 Securitização de recebíveis através da estruturação de fundo de investimento em direitos creditórios como alternativa de financiamento para empresas./ Lucas da Silva Machado. - 2020.

64 f. il.; graf.; flux.; fig.; quad.

Trabalho de conclusão de curso (graduação) – Universidade Federal da Bahia. Faculdade de Economia, Salvador, 2020.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Frederico Azeredo Uchôa.

Co-orientador: Prof. Dr. Antônio Francisco de Almeida da Silva Jr.

1. Finanças. 2. Mercado financeiro. 3. Fundos de investimentos. 4. Mercado de crédito. I. Uchôa, Carlos Frederico Azeredo. II. Silva Jr, Antônio Francisco de Almeida da. III. Título. IV. Universidade Federal da Bahia. Faculdade de Economia.

CDD 332

LUCAS DA SILVA MACHADO

**SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS ATRAVÉS DA ESTRUTURAÇÃO
DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO PARA EMPRESAS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em 18 de dezembro de 2020.

Banca Examinadora

Orientador: Prof. Dr. Carlos Frederico Azeredo Uchôa

Universidade Federal da Bahia - UFBA

Prof. Dr. Antônio Francisco de Almeida da Silva Jr.

Universidade Federal da Bahia - UFBA

Prof. Dr. Antônio Wilson Ferreira Menezes

Universidade Federal da Bahia - UFBA

RESUMO

O crédito bancário no Brasil possui três características principais: custo elevado, escasso e de prazo curto. Diante desse problema, é de se esperar que as empresas passem a buscar alternativas de financiamento para superar esses entraves. O processo de securitização de recebíveis via SPE surgiu como uma boa estrutura alternativa inicialmente no Brasil. Entretanto, diante dos custos tributários e da própria estrutura, o processo de busca por uma nova fonte de financiamento continuou e chegou-se ao FIDC, regulamentado em 2001. O presente trabalho teve como objetivo avaliar se a securitização via FIDC é uma estrutura de financiamento mais atrativa do que a securitização via SPE e o crédito bancário, além de detalhar os benefícios do FIDC para as empresas. Dessa forma buscou-se fazer uma análise com base nas características dessas três estruturas de financiamento, com foco maior na comparação entre o FIDC e a SPE. Além disso, também foi desenvolvida uma proposta de Indicador de Participação do mercado de FIDC sobre o volume de crédito para Pessoa Jurídica (PJ) no Brasil, a fim de avaliar se o mercado de FIDC vem crescendo também em termos relativos, ou seja, o quanto que ele representa do volume total de crédito PJ. Nas considerações finais, verificou-se que a utilização do FIDC como fonte de financiamento trás, para as empresas, um leque enorme de benefícios, o que coloca essa estrutura como uma alternativa mais vantajosa do que o crédito bancário. Em relação à SPE, a vantagem do FIDC é praticamente determinada pelo fator tributário, mas também pela sua menor complexidade de estruturação. O mercado de FIDC, desde 2014, vem crescendo também em termos relativos e cada vez mais vem conquistando seu espaço no mercado de crédito PJ brasileiro, sinalizando sua maior utilização por parte das empresas.

Palavras-chave: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. FIDC. Securitização de recebíveis. Crédito estruturado. Finanças estruturadas.

ABSTRACT

Bank credit in Brazil has three main characteristics: high cost, scarce and short term. In view of this problem, it is expected that companies will start looking for financing alternatives to overcome these obstacles. The process of securitizing receivables through the SPE emerged as a good alternative structure initially in Brazil. However, in view of the tax costs and the structure itself, the search for a new source of financing continued and the FIDC, which was regulated in 2001, was reached. The present study aimed to assess whether securitization through FIDC is a structure of more attractive financing than securitization through SPE and bank credit, in addition to detailing the benefits of FIDC for companies. Thus, an attempt was made to make an analysis based on the characteristics of these three financing structures, with a greater focus on the comparison between FIDC and SPE. In addition, an FIDC Market Participation Indicator was also developed on the volume of Corporate Credit in Brazil, in order to assess whether the FIDC market has also been growing in relative terms, that is, how much it represents of the volume total corporate credit. In the final remarks, it was found that the use of FIDC as a source of financing brings, for companies, a huge range of benefits, which places this structure as a more advantageous alternative than bank credit. In relation to the SPE, the FIDC advantage is practically determined by the tax factor, but also by its less complex structuring. The FIDC market, since 2014, has also been growing in relative terms and is increasingly gaining its place in the Brazilian corporate credit market, signaling its greater use by companies.

Keywords: Credit Rights Investment Fund. FIDC. Securitization of receivables. Structured credit. Structured finance.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Saldo da carteira de crédito total (em R\$ milhões).....	17
Gráfico 2 - Desembolsos do Sistema BNDES.....	20
Gráfico 3 - Relação crédito/PIB: comparação Brasil e membros OCDE - média entre 2001 e 2018.....	22
Gráfico 4 - Relação crédito/PIB: comparação Brasil e média dos membros da OCDE entre 2001 e 2018.....	23
Gráfico 5 - Relação crédito/PIB: comparação entre os membros do BRICS.....	23
Fluxograma 1 - Emissão de um CRA.....	30
Fluxograma 2 - Emissão de um CRI.....	31
Fluxograma 3 - Securitização através da SPE.....	33
Figura 1 - Estrutura das cotas de um FIDC.....	37
Figura 2 - Balanço patrimonial do FIDC.....	43
Figura 3 - Dinâmica de funcionamento do FIDC.....	44
Quadro 1 - Comparativo FIDC, SPE e Crédito bancário.....	49
Quadro 2 - Comparativo das despesas tributárias: FIDC e SPE.....	52
Quadro 3 - Comparativo dos custos de emissão/manutenção entre o FIDC e SPE.....	52
Gráfico 6 - Patrimônio Líquido dos FIDCs e quantidade de fundos entre 2001 e 2019.....	55
Gráfico 7 - Segmentação por ativo-lastro.....	57
Gráfico 8 - Indicador de Participação dos FIDCs.....	58

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BRICS	Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
CDI	Certificado de Depósito Interbancário/Interfinanceiro
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional das Indústrias
COFINS	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
CPR	Cédula do Produtor Rural
CRA	Certificado de Recebíveis do Agronegócio
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FIDC-NP	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizado
FIP	Fundo de Investimento em Participações
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PIS	Programa de Integração Social
PJ	Pessoa Jurídica
PME	Pequena e Média Empresa
SPE	Sociedade de Propósito Específico
SPV	<i>Special Purpose Vehicle</i>
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	METODOLOGIA	11
3	REVISÃO DE LITERATURA	12
4	O MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL ENTRE 2001 E 2019	16
5	SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS	27
5.1	SECURITIZAÇÃO NO BRASIL	27
5.2	ESTRUTURAS DE SECURITIZAÇÃO NO BRASIL	28
6	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS	35
6.1	CONCEITO E CARACTERÍSTICAS GERAIS	35
6.2	O PROCESSO DE ESTRUTURAÇÃO DO FIDC	41
7	AS VANTAGENS DA SECURITIZAÇÃO VIA FIDC PARA EMPRESAS	46
7.1	COMPARATIVO FIDC, SPE E CRÉDITO BANCÁRIO	49
7.2	O MERCADO DE FIDC NO BRASIL	54
7.3	PROPOSTA DE UM INDICADOR DE PARTICIPAÇÃO DOS FIDCS	57
8	CONSIDERAÇÕES FINAIS	60
	REFERÊNCIAS	62

1 INTRODUÇÃO

A primeira operação de securitização no Brasil se deu em 1994 através da *Mesbla Trust*, uma SPE criada pela Mesbla S.A. Em 29 de novembro de 2001, a resolução do CMN nº 2.907 criou os FIDCs e, posteriormente, a Instrução da CVM 365/01 regulamentou esse tipo de fundo no Brasil, tornando-os um veículo de securitização de recebíveis alternativo às SPEs e ao crédito bancário e uma importante fonte de financiamento empresarial. Em 2006, foram definidos os FIDCs performados e não performados, e ao final do mesmo ano foi criado o FIDC não padronizado.

Ainda que existam alternativas, a maior parte do financiamento das empresas nacionais é proveniente do crédito bancário. Contudo, as operações de crédito oferecidas por bancos, tais como o desconto de duplicatas e capital de giro ou até mesmo empréstimos e financiamentos, são caracterizadas pelo alto custo, prazos curtos e escassez. Essas limitações são, ainda hoje, uma das grandes deficiências do mercado de crédito brasileiro por que, mesmo em períodos mais favoráveis à concessão de recursos, as empresas enfrentam dificuldades na obtenção de crédito para investimento ou capital de giro.

Segundo a ANBIMA, o FIDC é uma comunhão de recursos que visa a utilização da maioria do seu patrimônio líquido na realização de aquisições de recebíveis ou direitos creditórios de empresas. No processo de estruturação do fundo, diversos agentes se relacionam, como investidores, gestoras, assessores jurídicos, empresas cedentes, administrador de fundos, distribuidor, agências de ratings, auditoria externa, etc. Quanto às cotas, o FIDC tem duas classes principais, a sênior e a subordinada, que são a espinha dorsal da estrutura. Entre os benefícios do fundo, podemos citar a redução do custo de captação, mitigação de riscos, possibilidade de financiar clientes/fornecedores, recuperação de créditos e melhora de indicadores do balanço da empresa (ANBIMA, 2015).

Uma alternativa viável para contornar as deficiências e gargalos do crédito bancário é a utilização da securitização de recebíveis. A securitização de recebíveis é uma operação de crédito estruturado, bastante utilizada em países que possuem um mercado financeiro desenvolvido e permite que as empresas obtenham uma alternativa de *funding* diretamente do mercado de capitais, favorecendo, assim, o abandono ao modelo tradicional de financiamento empresarial, que consiste na relação direta entre empresas e bancos.

A securitização, objetivo primordial da constituição de um FIDC, dá à empresa o acesso direto ao mercado de capitais e é um importante instrumento para viabilizar a desintermediação financeira, o que nada mais é do que a não participação direta dos bancos nas operações de captação de recursos das empresas. Nesse caso, as empresas passam a buscar financiamento diretamente no mercado de capitais, através da emissão de títulos de dívida, emissão de ações, estruturação de FIDCs, etc (PINHEIRO, 2008; SANTOS, 2013).

O FIDC se apresenta como uma ferramenta de redução do custo de captação e modelagem das operações de acordo com suas necessidades, ponto de vista que é defendido nesse estudo. Adicionalmente, as operações com FIDC trazem inúmeras outras vantagens tributárias, dentre as quais se destaca a isenção do IOF, fator que contribui positivamente para a redução do custo de captação da empresa quando comparado ao crédito bancário e à securitização via SPE. Dados da Anbima (2015) mostram que os recebíveis e direitos creditórios, objetos dos FIDCs, podem ser originados em diversos setores da economia que utilizam o FIDC como fonte alternativa de recursos e mecanismo de desintermediação financeira.

O presente trabalho tem como objetivo geral avaliar se a securitização via estruturação de FIDC é uma alternativa mais vantajosa para as empresas quando comparada ao crédito fornecido por bancos privados e a securitização via SPE. Como objetivos específicos, buscase: explicar os problemas do mercado de crédito brasileiro, analisar o processo de estruturação de um FIDC, avaliar os benefícios que as empresas passam a ter quando optam por securitizar seus recebíveis através de FIDC e analisar a evolução do mercado de FIDCs no Brasil entre 2001 e 2019, avaliando se o FIDC aumentou sua participação relativa no crédito para pessoa jurídica através de um indicador.

No que se segue o presente trabalho está organizado do seguinte modo: o capítulo 3 é dedicado a revisão de literatura sobre a securitização de recebíveis. O capítulo seguinte será dedicado a análise da trajetória do crédito no Brasil, entre 2001 e 2019 (mesmo período de existência do FIDC) e seus problemas estruturais. O capítulo 5 traz uma breve explanação sobre o processo de securitização de recebíveis no Brasil. O capítulo 6 analisa o processo de estruturação do FIDC e sua dinâmica de funcionamento. O capítulo 7 se inicia mostrando os benefícios do FIDC para as empresas. Em seguida, é feita uma análise comparativa entre FIDC, SPE e o crédito bancário no intuito de avaliar qual é a melhor alternativa de financiamento. Para tanto, é sugerido um indicador que servirá de métrica para essa comparação. Por fim, no oitavo capítulo são apresentadas as considerações finais.

2 METODOLOGIA

A metodologia utilizada no trabalho parte de uma análise exploratória acerca do tema, com a finalidade encontrar dissertações, teses e artigos sobre securitização de recebíveis através da estruturação de FIDC e SPE, visando mostrar se o FIDC possui vantagens sobre a SPE e o crédito bancário. Os dados são qualitativos e quantitativos, e retirados de trabalhos acadêmicos, assim como também de instituições do mercado financeiro, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), Banco Mundial e a UQBAR, principal empresa especializada em fornecimento de dados sobre o mercado de finanças estruturadas.

As opções de *funding* de financiamento empresarial, no Brasil, se caracterizam por serem escassas, de custo elevado e de prazos curtos, desestimulando, assim, o investimento produtivo no país. O reflexo disso é que a principal fonte de financiamento empresarial no Brasil é o lucro retido das empresas (ASSAF NETO, 2015). Apesar desse fato, as empresas brasileiras ainda utilizam bastantes operações de crédito tradicionais via bancos para financiamento das suas necessidades de recursos.

O problema do presente trabalho trata das dificuldades enfrentadas pelas empresas quando necessitam de crédito bancário no mercado brasileiro, o que leva ao surgimento de estruturas alternativas de financiamento em detrimento ao crédito bancário tradicional. Diante desse problema de necessidade de recursos *versus* custo elevado do crédito, escassez e prazos curtos das operações, as empresas começam a buscar novas fontes de financiamento, as chamadas operações de crédito estruturado, onde a operação é toda modelada especificamente para a necessidade daquela empresa. Então, primeiramente, surgiu a securitização de recebíveis como uma boa operação de financiamento, inicialmente tendo a SPE como veículo. Entretanto, diante dos custos maiores com tributos e da sua própria estrutura, a sofisticação natural do mercado chegou a um veículo mais interessante, que favorece um crédito mais barato além de conceder diversos benefícios para a empresa, que é o FIDC.

Dessa forma, surge uma alternativa mais atrativa para a atividade empresarial, que é a utilização de FIDCs como veículo de financiamento, em detrimento do crédito bancário e da securitização via SPE. Como consequência, surge a seguinte pergunta: Por que o FIDC é veículo de financiamento empresarial mais atrativo do que a securitização via SPE e o crédito bancário?

3 REVISÃO DE LITERATURA

Tradicionalmente, quando uma empresa busca recursos financeiros, a primeira alternativa a ser cogitada é o crédito bancário. Mas esse cenário vem mudando nos últimos anos, com o desenvolvimento do mercado de crédito estruturado no Brasil, fazendo até com que empresas de pequeno e médio porte, por exemplo, passem a captar recursos via mercado de capitais e usufruir dos benefícios do processo de securitização de recebíveis. Conforme Zarcchello (2010), Luxo (2007), Pinheiro (2008) e Anbima (2015), ao estruturar ou utilizar um FIDC, que é um veículo de securitização, a empresa consegue obter uma fonte de recursos com taxa de juros menor do que as demais fontes de financiamento da empresa, caso tenha recebíveis de qualidade.

Goldberg (2011), ao analisar os impactos da securitização de recebíveis no valor de mercado das empresas cedentes dos créditos, identificou que para a empresa realizar uma operação consistente via FIDC e que reduza o custo de captação comparado a outras fontes, é importante que a empresa faça a cessão, ao fundo, de uma carteira composta por recebíveis de qualidade, pois caso eles não sejam, poderá causar prejuízos para a empresa e aos demais cotistas do fundo também.

Para Cruz e Bispo (2008), os FIDCs permitiram às pequenas e médias empresas o acesso direto ao financiamento via mercado de capitais, diante das dificuldades encontradas ao tomar linhas de crédito tradicional nos bancos. Entre os benefícios de se utilizar esse veículo de securitização, estão a possibilidade de obter recursos mais baratos, fonte alternativa de financiamento e mitigação de riscos para as empresas.

O processo de securitização de recebíveis, ao permitir o acesso direto ao mercado de capitais, também reduz o custo de captação por causa da eliminação dos custos do intermediário financeiro. Além disso, também se apresenta como fonte alternativa de financiamento para a empresa, que não necessariamente exclui a utilização do crédito bancário, já que a securitização tem a capacidade de contribuir para uma melhora dos indicadores financeiros de liquidez e alavancagem, influenciando na melhora do *rating* da empresa e beneficiando um possível empréstimo ou financiamento bancário no futuro (PINHEIRO, 2008).

Em sua análise para tentar inferir se empresas mais arriscadas (com alta alavancagem) securitizam mais, Fernandes (2010) concluiu que o resultado é afirmativo para a hipótese

considerada, se aproximando também de resultados semelhantes em estudos feitos para o mercado americano. Além disso, o autor verificou também uma semelhança entre os benefícios da securitização aqui no Brasil e no mercado americano. Entretanto, encontrou diferença em relação às estruturas utilizadas, já que lá é mais utilizada a *Special Purpose Vehicle* (SPV), enquanto aqui no Brasil o FIDC é a principal.

Goldberg (2011) defende que o processo de securitização, independentemente do veículo utilizado, agrega valor para a empresa. Isso é justificado pelo fato da mesma estar diversificando suas fontes de financiamento ao incluir mais essa estrutura, concedendo maior transparência sobre dados financeiros da empresa, injetando mais liquidez no caixa da companhia e também é uma ferramenta para a mitigação de riscos e redução de custos.

Para Pulino (2008), uma das razões para se securitizar recebíveis é diminuir o custo de captação, o que pode, inclusive, tornar projetos de investimentos antes inviáveis em viáveis, ao reduzir a taxa de desconto, que pode ser o WACC (caso haja uma utilização de capital próprio e de terceiros) ou o custo do capital de terceiros somente, aplicada no cálculo de viabilidade do projeto.

Zarcchello (2010) e Lima (2016) analisaram os determinantes do *spread* de remuneração dos cotistas dos FIDCs, o que tem relação também com a taxa de desconto aplicada na venda da carteira de recebíveis ao fundo e, conseqüentemente, com o custo de captação da empresa. Os resultados apontaram que os FIDCs do tipo monocedente (que compram recebíveis de apenas uma única empresa) apresentaram menor *spread* do que os FIDCs do tipo multicedente (que compram recebíveis de diversas empresas). A explicação é que pelo fato de só ter uma empresa como cedente, o fundo possui um maior controle sobre a qualidade dos créditos, realizando análises mais minuciosas acerca dos clientes da empresa.

Taveira (2006) identificou que a forma da análise de crédito, realizada em operações de crédito direto para empresas, era mais minuciosa e envolvia uma complexidade maior, aumentando assim os custos e podendo não levar a um resultado facilmente conclusivo. Entretanto, através da securitização de recebíveis, como em FIDCs, essa análise passou a ficar mais simplificada e focada nos reforços de crédito e garantias da operação.

Para Pinheiro (2008), ao securitizar recebíveis a empresa obtém benefícios como: financiamento sem alterar o nível de endividamento; transferência de risco a investidores,

como o risco de crédito; redução do custo de captação de recursos; benefícios tributários, no caso dos FIDCs e benefícios para os investidores.

Pinheiro (2008), ao analisar os riscos inerentes em operações de FIDCs, concluiu que em todos os cenários simulados, os riscos dos cotistas seniores absorverem alguma inadimplência são muito baixos. Para a empresa cedente, que subscreve as cotas subordinadas para dar garantia à operação, no cenário normal consegue obter retornos superiores ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI) em 99% dos casos. Já em cenário de *stress* alguns ativos apresentaram retornos abaixo do CDI, concluindo também que tanto para o investidor quanto para a empresa cedente, o risco é extremamente baixo, mostrando a segurança envolvida na estruturação de um FIDC quanto a perdas patrimoniais.

Ao permitir que o investidor também obtenha segurança na operação através da pulverização da carteira de crédito e segregação do patrimônio da empresa cedente, ocorre atração dos investidores institucionais que passaram a utilizar os FIDCs como diversificação da sua carteira de investimentos. Dessa forma, facilita bastante a captação de recursos por parte dos FIDCs e, conseqüentemente, sua maior utilização pelas empresas, já que o mercado ainda apresenta um grande potencial de crescimento (LUXO, 2007).

Conforme a Anbima (2015), um estudo realizado pela CVM em 2014 mostrou que a segurança dentro dos FIDCs era muito grande no período analisado, ao revelar que desde a sua criação em 2001, apenas seis fundos tiveram problemas e foram liquidados, trazendo perdas parciais ou até mesmo sem prejuízos aos cotistas seniores. Esse é mais um dado que atesta a segurança envolvendo as operações dentro dos FIDCs, o que só traz benefícios para a redução do custo de captação.

O FIDC apresenta, diferentemente de operações tradicionais de dívida, uma maior facilidade de prever qualquer problema relacionado à inadimplência e, assim, poder evitar ou amenizar eventuais prejuízos para os cotistas (ANBIMA, 2015). Esses fatores, ao contribuírem para uma maior mitigação de risco para o investidor, geram um impacto bastante benéfico na redução do custo de captação da empresa. Além disso, ainda conforme a Anbima (2015), ao estruturar um FIDC, diversos objetivos podem ser alcançados, como por exemplo: captação de recursos mais baratos; reforço na liquidez da empresa; maior capacidade de financiamento a fornecedores e clientes; centralização de caixa para grupos econômicos; recuperação de créditos e receitas.

Taveira (2006) também defende que a utilização de finanças estruturadas, como operações de crédito via FIDC, favorece bastante empresas com baixo nível de caixa, ao permitir que as mesmas obtenham recursos se desfazendo de fluxos futuros de caixa em troca de um valor presente.

Além de o FIDC ser uma alternativa ao crédito bancário tradicional, ele também é um veículo de securitização mais eficiente do que a constituição da Sociedade de Propósito Específico (SPE). Para Cruz e Bispo (2008), como esses fundos não possuem personalidade jurídica própria, eles tem privilégios tributários quando comparado às SPEs. Conforme Pulino (2008), o FIDC possui também vantagens tributárias tanto em relação ao crédito bancário quanto à securitização via Sociedade de Propósito Específico (SPE), pois somente há incidência de tributos em caso de cessão das cotas por parte dos cotistas ou em eventuais amortizações de cotas que venham a ocorrer. Também para Taveira (2006), a securitização através de FIDCs oferece maior flexibilidade na modelagem da operação, além de benefícios tributários quando comparado à securitização via SPE, onde o processo é mais custoso gerando interferência no custo final do crédito.

4 O MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL ENTRE 2001 E 2019

Ao influenciar as decisões de investimento e consumo dos agentes econômicos, o crédito assume fundamental importância para aumentar ou reduzir o nível de emprego e renda em um determinado país, afetando bastante o Produto Interno Bruto (PIB) através da sua dinâmica. Silva e Zilberman (2017), ao analisarem os impactos da expansão do crédito no Brasil sobre o PIB *per capita*, entre 2001 e 2011, concluíram que o aumento do crédito para empresas gerou uma elevação de 1,5% no PIB *per capita*, ao passo que o aumento do crédito total (pessoa física e jurídica) elevou em 2,3% o PIB *per capita*, no período analisado.

Dada a sua relevância, percebe-se a capacidade que o crédito tem de ser uma variável relevante para impulsionar o desenvolvimento econômico de uma nação, principalmente nas economias em desenvolvimento. No entanto, apesar da necessidade e dos efeitos positivos dessa variável na economia real, o Brasil ainda enfrenta graves problemas no seu mercado de crédito. A experiência positiva mais recente ocorreu entre 2003 e 2008 e entre 2009 a 2014, mas entre 2015 e 2019 esse processo se inverte. E apesar da experiência positiva nos períodos mencionados não se verifica uma melhora significativa nas condições de tomada de recursos, o que não contribui para estimular o investimento ou consumo.

A primeira fase, marcada pelo ciclo de expansão do crédito no Brasil, iniciado em 2003, só foi possível graças às condições bastante favoráveis do cenário internacional. Com o movimento de queda das taxas de juros internacionais e a grande entrada de divisas no Brasil, em grande parte devido ao aumento do preço das commodities e a conseqüente apreciação cambial, houve uma redução da inflação e uma conseqüente redução da Selic. Todo esse cenário favorável estimulou a adoção de uma política fiscal e monetária expansionista, o que contribuiu fortemente para o aumento da oferta de crédito e o crescimento econômico (OLIVEIRA; WOLF, 2016).

Esse primeiro momento da expansão do crédito (entre 2003 e 2008) foi conduzido pelos bancos privados, com certa timidez ainda por parte dos bancos públicos. Entre os motivos que contribuíram para esse movimento estão as expectativas quanto ao aumento do emprego e da renda, a criação do crédito consignado, que é descontado na folha de pagamento do funcionário, o aumento do investimento produtivo, o cenário interno e externo favoráveis à

concessão de crédito e à tomada de recursos também e as alterações na legislação para o crédito imobiliário e automotivo (IPEA, 2011; SILVA; ZILBERMAN, 2017).

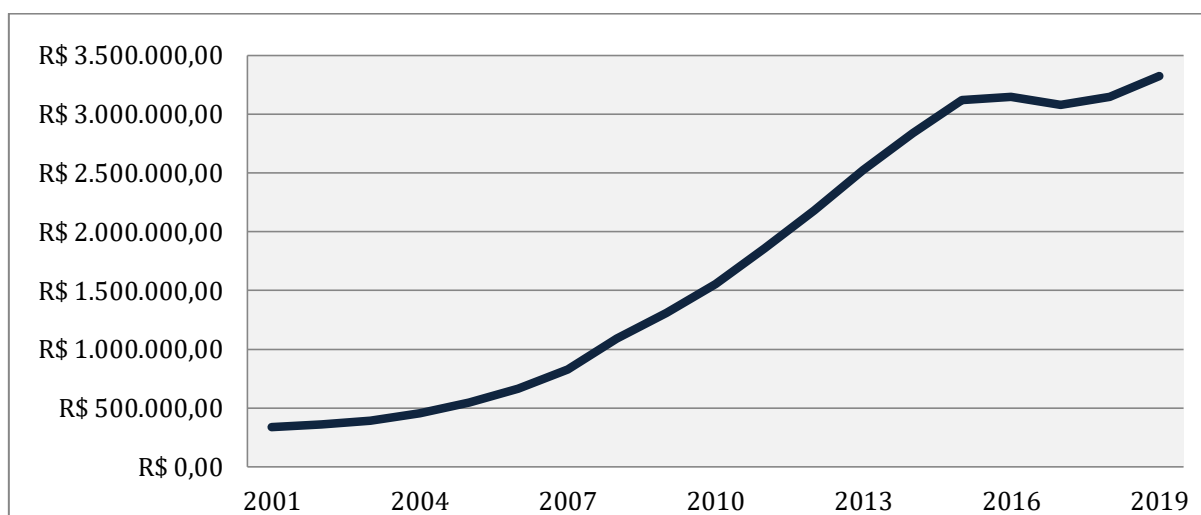
Um ponto extremamente importante neste período é que todo esse processo de expansão do crédito foi acompanhado de uma redução das taxas de juros nas concessões e o simultâneo aumento dos prazos das operações.

Em janeiro de 2004, o prazo médio dos empréstimos – englobando crédito tanto para pessoa física quanto para pessoa jurídica – era de 222 dias corridos, enquanto em dezembro de 2008, quatro anos depois, havia se elevado para 379 dias, um aumento de 70,6% no período. (SANT’ANNA; BORÇA; ARAÚJO, 2009, p. 46).

Apesar da redução das taxas de juros, o patamar das taxas e o *spread* bancário ainda continuaram em níveis bastantes elevados comparados a países desenvolvidos ou em desenvolvimento com planos de industrialização. Pode-se dizer que mesmo nesse período de aumento tanto da oferta quanto da demanda por recursos, o mercado de crédito ainda se encontrava longe do ideal para as necessidades dos tomadores, principalmente para as empresas.

Conforme se vê no Gráfico 1, em termos de volume de recursos ofertados, entre 2003 e 2008 houve um grande aumento da carteira de crédito dos bancos, saindo de aproximadamente R\$ 394 bilhões para R\$ 1,1 trilhão, uma variação de 177% em cerca de 5 anos, o que podemos considerar como um bom crescimento dada a defasagem do mercado de crédito brasileiro.

Gráfico 1 – Saldo da carteira de crédito total (em R\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria (2020) com dados do Banco Central (2019)

Já em 2008 a crise do *subprime* ameaça esse boom. Diante do aumento da incerteza e queda das expectativas quanto aos rumos da economia mundial, os bancos privados responsáveis pela

expansão do mercado de crédito que vinha ocorrendo, deram início a um processo inverso ao que vinham praticando e passaram a contrair a oferta de crédito, levando ao aumento das taxas e encurtamento dos prazos. Era um movimento esperado, já que os bancos privados possuem essa característica de serem pró-cíclicos (OLIVEIRA; WOLF, 2016).

Entre 2009 e 2014 os bancos públicos assumem o protagonismo e passam a atuar de forma anticíclica, o que impede que o mercado de crédito no Brasil entre em trajetória declinante. Mesmo diante de todo cenário de aumento da incerteza e do risco de crédito, o governo alinha a atuação dos bancos públicos (Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e o BNDES) com as suas políticas monetária e fiscal expansionistas para não só manter a trajetória, como aumentar ainda mais a oferta de crédito no mercado brasileiro. O reflexo dessa estratégia pode ser visto no gráfico 1 que mostra uma taxa de crescimento acumulada de, aproximadamente, 160% em 6 anos, saindo de R\$ 1,1 trilhão para R\$ 2,8 trilhões.

As medidas do Banco Central do Brasil (BCB), diante do agravamento da crise mundial, foram positivas para o aumento da liquidez na economia. A redução do depósito compulsório e a diminuição da taxa do redesconto bancário podem ser consideradas como as primeiras soluções tomadas pela autoridade monetária para o enfrentamento da crise. Além disso, no início de 2009, houve redução da taxa básica de juros da economia (Selic). Após meados de 2010, diante do aumento da inflação e aumento do risco de inadimplência das classes mais baixas, o BCB decidiu aumentar a taxa Selic, assim como elevar a alíquota do compulsório. Além dessas medidas, também aumentou a exigência de capital mínimo nas operações de crédito para 16,5%, um número bastante superior às exigências do Acordo de Basileia, que é de 8%. Todas essas medidas tomadas pelo BCB restringiram o acesso ao crédito, reduzindo os prazos e aumentando seu custo (OLIVEIRA; WOLF, 2016).

No final de 2011, dado o agravamento da crise na zona do euro e, conseqüentemente, as dificuldades no cenário internacional, o BCB optou por diminuir a rigidez da política monetária e o governo passou apostar no estímulo ao mercado interno via aumento do consumo e investimento. Para tanto, diminuiu as exigências de capital mínimo dos bancos de 16,5% para 11%, reduziu a alíquota de IOF para PF e IPI para veículos e tentou estimular o setor de construção civil através de incentivos fiscais. No entanto, apesar das medidas destinadas a ampliar o crédito, as empresas continuavam receosas devido ao aumento da incerteza e ao alto grau de endividamento das famílias, o que freava a expansão da capacidade

produtiva. O resultado é que as medidas não surtiram o efeito esperado (OLIVEIRA; WOLF, 2016).

Em 2013, diante do aumento da inflação, o BCB adotou uma série de medidas que restringiram o crédito. Inicia-se então um ciclo de alta na taxa Selic, o que deteriorou ainda mais o mercado de crédito, elevando o custo e reduzindo os prazos. As consequências dessas medidas são refletidas na redução do investimento, levando à redução da atividade econômica e aumento do desemprego. Em 2014, com a continuidade da desaceleração do crescimento econômico e aumento do risco de inadimplência, os bancos privados mantiveram suas medidas de restrição ao crédito, principalmente com o aumento dos *spreads*. Com o desequilíbrio das contas públicas e persistente aumento da inflação, o governo manteve políticas fiscal e monetária contracionistas, com essa última via aumento da taxa Selic (OLIVEIRA; WOLF, 2016).

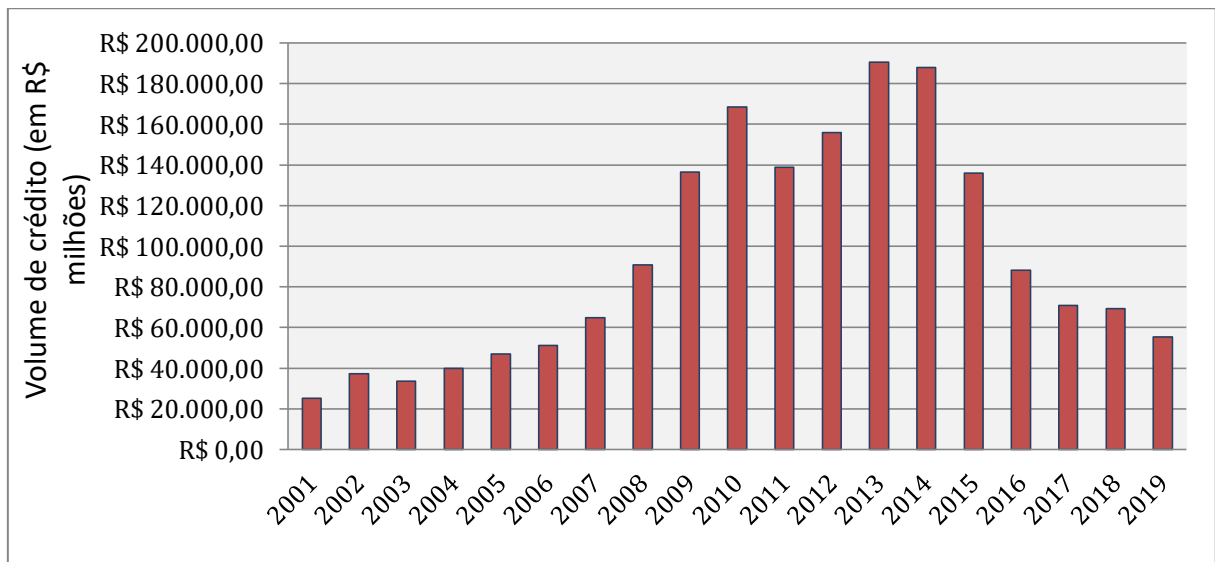
Um detalhe interessante nesta segunda fase é que mesmo com momentos de adoção de políticas macroeconômicas restritivas para o mercado de crédito, o volume disponível desses recursos se manteve em trajetória crescente. Esse crescimento foi sustentado principalmente pela maior atuação dos bancos públicos e, em especial, o BNDES na oferta de recursos para empresas.

Em 2015 e 2016, com o desequilíbrio nas contas públicas, aumento da inflação, dos juros, do desemprego e queda do PIB, o cenário econômico se tornaria ainda mais grave. O objetivo passou então a ser o controle da inflação e, principalmente, o ajuste das contas públicas. Os esforços foram direcionados para o aumento do superávit primário, o que foi feito via ajuste fiscal e uma política monetária ainda mais restritiva. Uma das consequências da redução do gasto público foi o impacto direto nos aportes do Tesouro Nacional ao BNDES e a consequente diminuição da oferta de crédito subsidiado do banco. Além disso, o BNDES aumentou a TJLP como parte do ajuste.

O BNDES é a principal fonte de *funding* de longo prazo para a indústria e para a infraestrutura no Brasil, um perfil de crédito extremamente escasso no Brasil. Além disso, também atua como um sistema de amortecimento diante das oscilações do crédito nacional, expandindo sua carteira de crédito em momentos de crises e aumento da incerteza e contraindo em períodos de expansão da economia, dando espaço para os bancos privados atuarem mais. Todo esse movimento é, principalmente, para evitar uma escassez ainda maior de recursos no mercado de crédito, provendo liquidez para as empresas (SANT'ANNA; BORÇA; ARAÚJO, 2009).

O Gráfico 2 traz a evolução dos desembolsos do BNDES entre 2001 e 2019, mostrando um período de expansão e retração da carteira de crédito do banco. O período de expansão começou em 2001 e durou até 2014, mas com destaque para o período posterior à crise de 2008, onde o banco assumiu uma posição importante no financiamento empresarial com um crescimento da carteira de 106,7% em seis anos, saindo de R\$ 90 bilhões em 2008 para cerca de R\$ 187 bilhões em 2014.

Gráfico 2 - Desembolsos do Sistema BNDES



Fonte: Elaboração própria (2020) com dados do BNDES (2019)

A partir de 2015 tem início o processo de redução da carteira de crédito do BNDES, com uma taxa de -70,5% no volume de desembolsos, entre o final de 2014 e o fim de 2019. Isso se deu por conta do ajuste fiscal promovido pelo governo federal, resultando na redução dos repasses do Tesouro Nacional.

Como parte do processo de mudanças no BNDES, houve modificação nas regras de financiamento tendo a TJLP como teto, passando de 70% do valor do projeto para 50%. Houve ainda a criação de uma contrapartida que fazia com que a empresa tivesse que buscar o restante do financiamento via emissão de debêntures. Outra novidade foi o aumento da atuação do BNDES como subscritor de títulos de dívida e como investidor através da sua holding de investimentos, o BNDESPar (OLIVEIRA; WOLF, 2016 *apud* PINHEIRO; LIMA, 2015).

A partir de 2016, houve uma mudança quanto à forma de gestão do perfil dos investimentos do BNDES, passando a atuar mais com linhas de curto e médio prazo, para empresas de pequeno e médio porte, do que com financiamento de longo prazo para um grupo restrito de grandes empresas, o chamado projeto das “Campeãs Nacionais”.

O final do período, entre 2017 e 2019, se caracterizou pelo prosseguimento do governo federal ao ajuste fiscal, com a adoção de políticas fiscal e monetária contracionistas. Apesar de ser uma época de taxa Selic em níveis mais baixos da história do Brasil, os bancos ainda mantêm os *spreads* elevados, muito em função do receio da inadimplência. Com a atividade econômica bastante retraída, a demanda por crédito para investimento também se mantém baixa.

Com essas novas ações do BNDES associada à política de juros baixos do governo, houve um incentivo ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, principalmente do crédito privado através da emissão de debêntures, notas promissórias, CRI, CRA, etc. É nesse cenário de amadurecimento do mercado de capitais, juntamente com taxa Selic em níveis mais baixos da história, que se nota a grande expansão do mercado de FIDCs, alcançando números recordes, tanto em volume de Patrimônio Líquido quanto em quantidade de novos fundos.

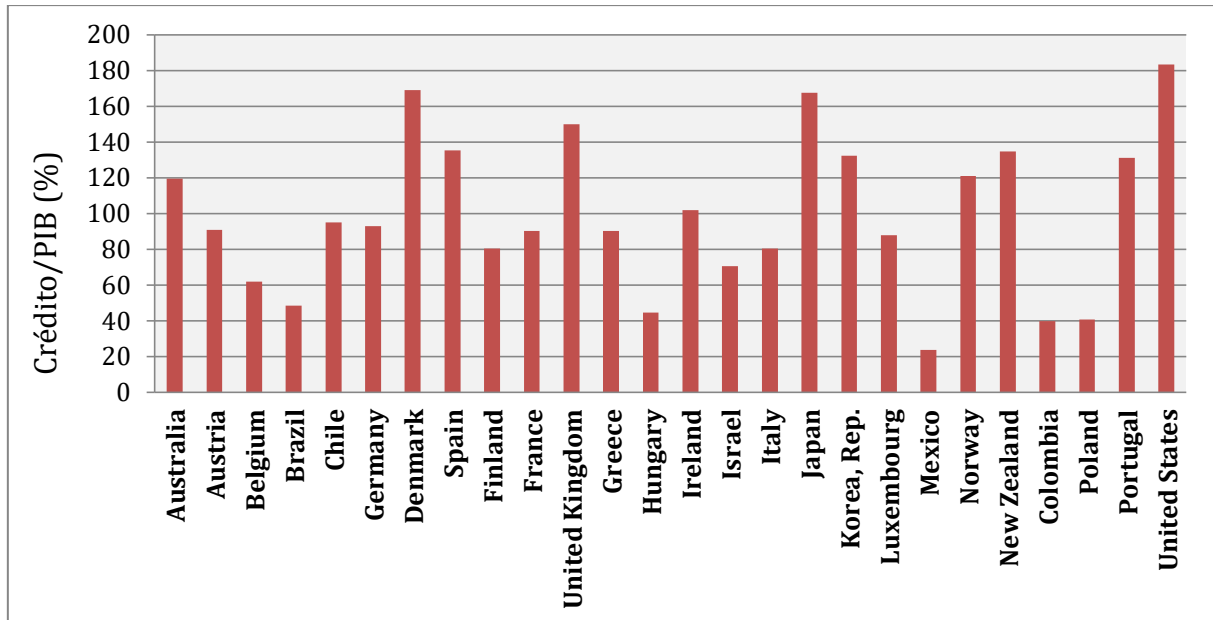
Conforme a CNI (2019) e Gomes (2009), o crédito no Brasil possui três características principais: escasso, de custo elevado e prazo curto. Esses três problemas afetam negativamente as empresas, que ou se sujeitam a esses entraves ao buscar recursos em bancos ou ficam com sua capacidade de investimento bem limitada. A solução para isso, muitas vezes, é utilizar o lucro retido como fonte de financiamento, diante desses problemas.

As limitações e a escassez do crédito no Brasil afetam negativamente as empresas que, ou buscam recursos junto aos bancos, ou ficam com sua capacidade de investimento bem limitada. Para evidenciar essa afirmação pode-se usar o volume de crédito doméstico fornecido ao setor privado como percentual do PIB, entre 2001 e 2018, como indicador. A série temporal em questão trata do volume de crédito doméstico fornecido ao setor privado em percentual do PIB - *Domestic credit to private sector (%GDP)*, entre 2001 e 2018. O crédito doméstico se refere aos recursos financeiros fornecidos ao setor privado pelas instituições financeiras, por meio de empréstimos, compra de títulos não patrimoniais, créditos comerciais e compra de contas a receber, ou seja, qualquer operação que estabeleça uma relação credor-devedor. As instituições financeiras em questão são as autoridades monetárias, bancos comerciais e de investimento, financeiras, sociedades de arrendamento mercantil (leasing), seguradoras, fundos de pensão e sociedades de câmbio.

Ao realizar uma análise da relação crédito/PIB do Brasil com os membros da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), utilizando a média dessa relação entre 2001 e 2018 por país, vemos uma grande disparidade na comparação, ficando o Brasil atrás de

praticamente todos os membros, exceto da Colômbia, México, Polônia e Hungria, conforme pode ser visto no gráfico abaixo.

Gráfico 3 - Relação Crédito/PIB: comparação Brasil e membros OCDE - média por país entre 2001 e 2018

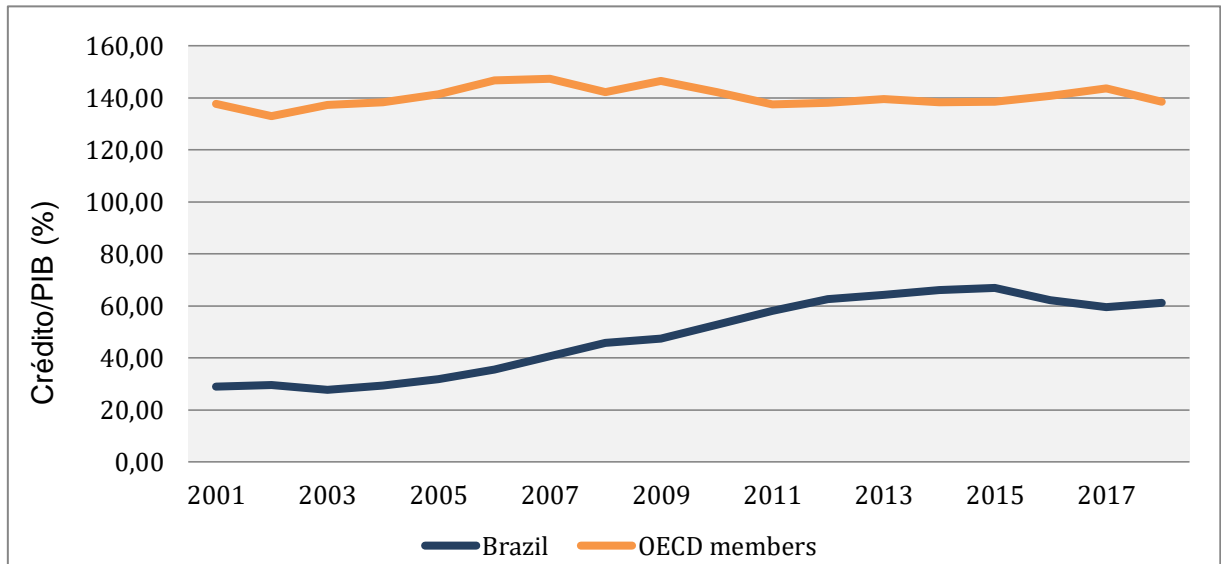


Fonte: Elaboração própria (2020) com dados do Banco Mundial (DataBank: World Development Indicators) (2019)

No Brasil a relação crédito/PIB saltou de cerca de 30% em 2001 para aproximadamente 60% em 2018. Nesse período ele teve uma relação crédito/PIB média de aproximadamente 48%. Quando analisamos a média de alguns dos países membros da OCDE nesse mesmo período, vemos valores acima de 100%, uma diferença considerável para o Brasil: Estados Unidos (183%), Reino Unido (149%), Japão (167%), Dinamarca (169%), Nova Zelândia (134%), Coreia do Sul (132%), Noruega (120%), Austrália (119%), Espanha (135%) e Irlanda (101%). Países como França (90%), Alemanha (92%) e Chile (95%) ficaram com valores próximos a 100%. Somente Colômbia, México, Polônia e Hungria ficaram atrás do Brasil, com 39%, 23%, 40% e 44%, respectivamente.

Comparando a relação crédito/PIB do Brasil com a média dos países membros da OCDE, percebe-se que a média OCDE é mais que o dobro da brasileira, conforme mostra o Gráfico 4.

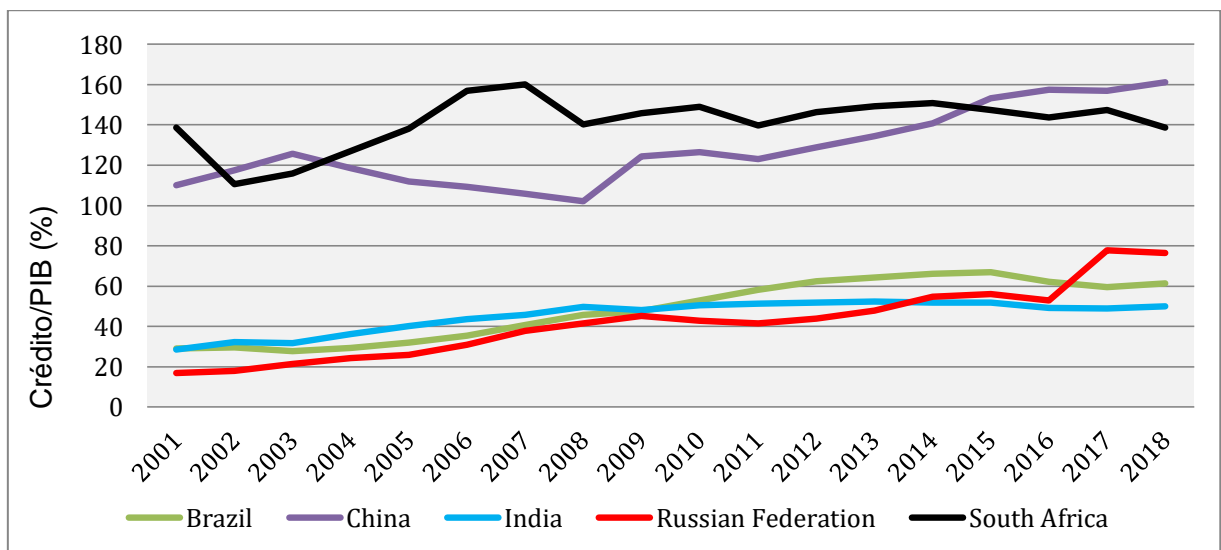
Gráfico 4 - Relação Crédito/PIB: comparação Brasil e média dos membros da OCDE entre 2001 e 2018



Fonte: Elaboração própria (2020) com dados do Banco Mundial (DataBank: World Development Indicators) (2019)

Se comparada a relação crédito/PIB entre os membros do BRICS, grupo composto por Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul, percebe-se que o Brasil, tem um perfil similar ao da Rússia e Índia, mas fica atrás de China e África do Sul. Em 2018, os países possuíam uma relação crédito/PIB na seguinte ordem: China 161%, África do Sul 138%, Rússia 76%, Brasil 60% e Índia 50%.

Gráfico 5 - Relação Crédito/PIB: comparação entre os membros do BRICS



Fonte: Elaboração própria (2020) com dados do Banco Mundial (DataBank: World Development Indicators) (2019)

Um segundo problema do mercado de crédito brasileiro são as taxas de juros cobradas pelos bancos nas operações. Essa é uma variável de extrema importância na análise e decisões de investimento das empresas, interferindo também na competitividade das mesmas.

A sondagem (de múltiplas assinalações) realizada pela CNI, em 2009, para averiguar as razões que inibem as empresas na tomada de crédito de curto prazo, mostra que cerca de 35% responderam que o custo do crédito foi o fator que inibiu a tomada de recursos. Já 78% das empresas assinalaram que utilizam recursos próprios para capital de giro, o que indica que o custo elevado do crédito faz com que as empresas optem com frequência por utilizar capital próprio nessas operações (CNI, 2009).

A pesquisa sobre financiamento a micro e pequenas empresas no Brasil, realizada pelo Sebrae em 2017, revelou que entre as principais dificuldades encontradas para obter empréstimos junto aos bancos estão as taxas de juros muito elevadas. Essa variável ficou em primeiro lugar nos três anos analisados, que foram 2015, 2016 e 2017, com 47%, 51% e 48% das respostas, respectivamente. Como principal resposta das empresas, em relação ao que deveria ser feito para facilitar ou estimular a aquisição de empréstimos/financiamentos, aparece a redução das taxas de juros assinalada por 53% dos entrevistados. A consequência mais imediata desse problema é, mais uma vez, a utilização de menos recursos de terceiros e mais capital próprio. Reforça essa percepção o fato de cerca de 70% das empresas responderem que utilizaram capital próprio ou lucro retido para financiar capital de giro ou investimento fixo (SEBRAE, 2017).

Em 2019, A taxa de juros elevada foi a principal dificuldade encontrada pelas empresas ao tomarem recursos em qualquer linha de crédito, seja de curto ou longo prazo. Em relação ao crédito de curto prazo, esse problema foi listado por 80% das empresas como a maior dificuldade. Em outra sondagem da CNI realizada em 2016, as taxas de juros elevadas continuaram como a principal dificuldade assinalada por 77% das empresas da pesquisa (CNI, 2019).

Mesmo com o passar dos anos o problema do alto custo do crédito bancário no Brasil persiste. Isso se dá pelos altos níveis de taxas de juros (Selic) e spreads bancários cobrados nas operações. Para Oliveira e Carvalho (2007), entre as principais alegações dos bancos para a manutenção dos spreads altos estão a elevada inadimplência, o custo administrativo, as taxas, impostos diretos e indiretos, o custo do compulsório, a insegurança jurídica e as dificuldades em obter garantias reais. O spread elevado é muitas vezes justificado também pelo custo de

oportunidade dos bancos na aplicação dos recursos em títulos públicos. Desse modo, uma manutenção da taxa selic elevada torna a aplicação de recursos em títulos públicos mais atrativa, o que leva a um aumento da taxa de concessão do crédito (OLIVEIRA; CARVALHO, 2007).

Outro problema que atinge fortemente o mercado de crédito no Brasil é o prazo das operações, principalmente para pequenas e médias empresas. Mesmo assim, o cenário para as empresas de grande porte também não é muito diferente. Os prazos curtos das operações assim como as taxas de juros elevadas prejudicam mais as pequenas e médias empresas do que as de grande porte. Entre as justificativas possíveis para esse fato está a questão da cessão de garantias reais e maior leque disponível de *funding* via instrumentos financeiros.

As grandes empresas conseguem obter fontes de financiamento alternativas com prazos de acordo com suas necessidades tais como, por exemplo, a emissão de debêntures, CRI, CRA, estruturação de FIDC ou até mesmo captações no mercado externo via *bonds*. Diferentemente das pequenas e médias empresas, uma empresa de grande porte têm maior facilidade em ceder garantias reais na operação, apresenta risco menor de *default* e comumente possui demonstrações financeiras auditadas, isto é, tem um conjunto de predicados que contribui positivamente para amenizar o prêmio de risco da operação.

Muito por isso, existe também uma correlação positiva entre porte da empresa e prazo da operação, ou seja, quanto maior o porte da empresa maior é a possibilidade de obter prazos maiores de pagamento do empréstimo. Mais da metade das grandes empresas (55%) revelaram que o prazo médio das suas operações de curto prazo são superiores a 90 dias, enquanto que para o período entre 61 a 90 dias a maioria ficou representada pelas empresas de médio porte (40%) e entre 31 e 60 dias pelas empresas de pequeno porte com 40% (CNI, 2009).

Em pesquisa realizada pela CNI com diversas empresas sobre crédito de curto prazo, em 2019, constatou-se que entre as dificuldades apontadas pelas empresas que buscaram crédito no ano passado, os prazos curtos das operações ficaram em segundo lugar com 36% das respostas, atrás apenas do alto custo do crédito, com 80% (CNI, 2019).

Enquanto isso, no Brasil, sempre existiu e ainda existe uma forte dependência ao crédito bancário. Em 2009, havia uma predominância dos bancos privados como principal fonte de recursos para as empresas industriais, onde 71,8% das grandes e 63% das médias empresas relataram que utilizavam essa fonte de financiamento. Para as de pequeno porte, esse

percentual cai para 45%, enquanto que os bancos públicos responderam por 37%. Em pesquisa realizada no ano de 2019, cerca de 84% das empresas utilizaram os bancos comerciais para obter crédito de curto prazo no primeiro trimestre do ano, seguido por 14% que optaram pelas cooperativas de crédito e 13% pelos FIDCs e Fundos de Investimento em Participações - FIP. Já para o crédito de longo prazo, a utilização dos bancos comerciais ficou com 69% das respostas, enquanto que bancos de desenvolvimento ficaram com 37%. Quanto ao crédito de longo prazo, percebe-se que os bancos de desenvolvimento assumem uma importância nesse aspecto, diante de um mercado de capitais brasileiro ainda pouco desenvolvido (CNI, 2009; CNI, 2019).

Esse cenário de hegemonia dos bancos vem diminuindo nos últimos anos e apresentando uma tendência de expansão do mercado de crédito privado via operações estruturadas. De acordo com a CNI (2019), apesar desse protagonismo dos bancos comerciais, já se percebe uma busca por alternativas de crédito mais baratas e acessíveis que o mercado não bancário. Entre as alternativas disponíveis, está a securitização de recebíveis via estruturação de FIDC que vem ganhando espaço nos últimos anos. A utilização do FIDC, principalmente pelas PME's, tem se tornado uma importante fonte adicional de recursos de terceiros, tanto por ter um custo menor de captação, quanto por permitir uma modelagem de prazos de acordo com suas necessidades. E são os benefícios desse instrumento financeiro que serão tratados adiante e confrontados com as opções tradicionais de crédito disponíveis no Brasil.

5 SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

De acordo com Santos e Calado (2011), o termo securitização, em inglês *securitization*, foi criado por Lewis S. Ranieri, precursor das finanças estruturadas lastreadas em hipotecas. A securitização de recebíveis pode ser definida como uma operação de crédito estruturado, na qual uma empresa (cedente) financeira (bancária ou não bancária) ou não financeira realiza a cessão da sua carteira de recebíveis a um veículo de securitização, e este para adquirir tal carteira emite títulos no mercado de capitais lastreados nesses recebíveis. Nesse sentido, a securitização pode ser definida como uma prática do mercado de capitais, onde uma empresa vende ativos que geram fluxo de caixa para uma entidade criada especificamente para este fim, que emitirá notas promissórias lastreadas naquele fluxo de caixa (PINHEIRO, 2008, p.17 *apud* FABOZZI *et al.*, 2006, p. 65).

O objetivo da securitização é realizar o desconto dos recebíveis da empresa cedente e adiantar esses recursos para a empresa. Em contrapartida, a securitizadora passa a ser responsável pelo recebimento dos recursos dos devedores (sacados). Conforme Trust e Bazizi (2001), a securitização é processo de criação de títulos lastreados em hipotecas e outros ativos, no qual há a transformação de ativos ilíquidos em ativos líquidos que são ofertados para investidores no mercado de capitais.

5.1 SECURITIZAÇÃO NO BRASIL

A primeira operação de securitização de recebíveis no mercado brasileiro foi realizada pela Mesbla S.A, através da criação da Mesbla *Trust*, uma SPE que adquiriu recebíveis de cartões de crédito dos clientes da Mesbla S.A. Segundo Rocha (2009), a partir de 1990 a Mesbla S.A passou a enfrentar sérios problemas de caixa, o que elevou seu endividamento de curto prazo, deixando-a em situação delicada. “Os problemas da Mesbla pareciam ganhar proporções insolúveis. Imaginar que a empresa, no período de 1986 a 1989, teve 30 mil funcionários, receitas de U\$\$ 2 bilhões e foi eleita (em 1986) a empresa do ano pela revista Exame, parecia uma ficção” (ROCHA, 2009, p. 4). Diante da situação, a securitização surgia como um mecanismo de financiamento no qual haveria segregação dos recebíveis e patrimônio da companhia.

Conforme Rocha (2009), o grande desafio para a Mesbla era convencer a CVM, Banco Central do Brasil (BCB) e o Conselho Monetário Nacional (CMN) a autorizar a operação, já que nenhuma operação semelhante havia sido realizada no mercado brasileiro, sendo que o próprio CMN impedia a aquisição de direitos creditórios por parte de empresas não financeiras, caso da Mesbla *Trust*. Obtido o sucesso nas negociações com os órgãos públicos, a Mesbla S.A conseguiu realizar a operação. Apesar do pedido de concordata anos depois, os detentores das debêntures lastreadas nos recebíveis não ficaram no prejuízo, exatamente por causa da segregação entre o patrimônio da Mesbla S.A e sua carteira de recebíveis.

A securitização de recebíveis no Brasil iniciou-se com a utilização das SPE's como veículo de securitização, mas a operação através desse veículo conduzia a um processo com custos relativamente elevados.

Antes da criação dos FIDCs, em 2001, as operações de securitização realizadas fora do âmbito das companhias securitizadoras exigiam a criação de uma sociedade anônima, o caso das SPEs (Sociedades de Propósito Específico), e incorriam em vários custos associados à montagem desse tipo de sociedade. (ANBIMA, 2015, p.13).

Em 1997, a lei nº 9.514/97 cria as Companhias Securitizadoras de Recebíveis Imobiliários (CSRI), que tem como objetivo a aquisição de contratos de compra e venda, contratos de locação, entre outros, originados por incorporadoras, construtoras e proprietários de qualquer tipo de imóvel. Já em 2004, através da lei nº 11.076/04 foram criadas as Companhias Securitizadoras de Recebíveis do Agronegócio (CSRA), ou seja, voltadas para a aquisição de Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) e Cédula do Produtor Rural (CPR) oriundos de operações envolvendo cooperativas do agronegócio e empresas agrícolas (PINHEIRO, 2008).

Entre o surgimento das CSRI (1997) e CSRA (2004), foi criado o FIDC, em novembro de 2001, através da resolução do CMN 2.907/01 e regulamentado pela Instrução CVM nº 356/01. O surgimento dos FIDCs permitiu a possibilidade de utilização de mais um veículo de securitização por parte das empresas originadoras dos recebíveis. A securitização se desenvolveu no Brasil ao longo desses 24 anos desde a operação da Mesbla S.A, e basicamente, admitiu quatro principais veículos de securitização: as SPEs, CSRI, CSRA e os FIDCs.

5.2 ESTRUTURAS DE SECURITIZAÇÃO NO BRASIL

O processo de securitização de recebíveis pode ser executado através dos FIDCs, das CSRI, CSRA e SPEs. Como já mencionado, a securitização no Brasil iniciou-se através da constituição de uma SPE, e depois, com o aperfeiçoamento da legislação do mercado financeiro brasileiro, outros instrumentos financeiros foram surgindo. Assim, a securitização passou a se desenvolver também através das CSRA, CSRI e dos FIDCs.

- Companhias Securitizadoras de Recebíveis do Agronegócio (CSRA)

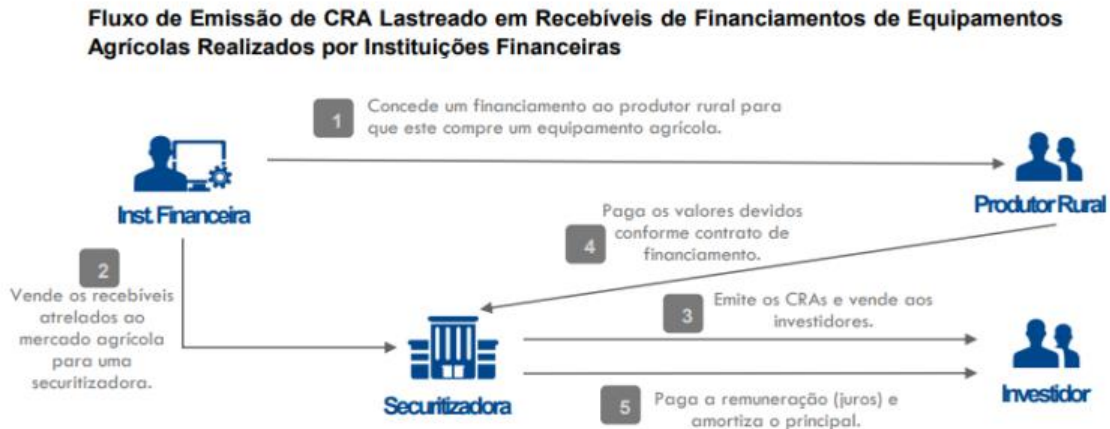
Quando a operação de securitização ocorre através das CSRA, estas emitem o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), lastreado na carteira de recebíveis da empresa originadora, para, assim, captar os recursos junto a investidores e poder adquirir os recebíveis da mesma. O Certificado de Recebíveis do Agronegócio foi criado pela Lei nº 11.076 de 30/12/2004, e segundo a EcoAgro Securitizadora (2014), é um título nominativo lastreado em direitos creditórios do Agronegócio.

Os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) são títulos de renda fixa lastreados em recebíveis originados de negócios entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, abrangendo financiamentos ou empréstimos relacionados à produção, à comercialização, ao beneficiamento ou à industrialização de produtos, insumos agropecuários ou máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária. (BM&F BOVESPA, 2016).

Quanto aos objetivos do CRA, conforme a EcoAgro Securitizadora (2014), eles são utilizados para financiamento de insumos e estoque, capital de giro, adiantamento de recebíveis, financiar clientes e fornecedores e melhorar indicadores. Além disso, possui como características custos competitivos e prazos compatíveis com o ciclo de produção. Como vantagens para o tomador, ainda segundo a EcoAgro Securitizadora (2014), é uma nova fonte de captação de recursos, possui taxas competitivas e a operação é isenta do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF).

No Fluxograma 1, está exemplificada a operação entre uma instituição financeira e um produtor rural, que buscou o um financiamento junto a um banco, para adquirir equipamentos agrícolas.

Fluxograma 1 - Emissão de um CRA



Fonte: Araújo (2017, p. 22) retirado da B³ - Brasil, Bolsa, Balcão

1. O produtor rural compra equipamentos agrícolas financiados por uma instituição financeira. O banco se torna a instituição cedente (originadora dos recebíveis) e o produtor rural passa a ser o devedor (sacado) da operação.
2. De forma a antecipar o valor a ser pago pelo produtor através do financiamento, o banco vende fluxo de recebíveis a uma Companhia Securitizadora de Recebíveis do Agronegócio (CSRA).
3. A CSRA emite os CRAs lastreados nestes recebíveis (ou seja, com garantia do fluxo de pagamento do produtor rural ao banco) e os vende para investidores, tanto Pessoa Física quanto Pessoa Jurídica, com promessa de pagamento de juros e amortização. Assim, a Securitizadora capta recursos no mercado de capitais para comprar (com deságio) os recebíveis do banco.
4. O produtor rural, conforme acordado no contrato do financiamento, realiza o pagamento das parcelas, que vai direto para a conta da Securitizadora.
5. Dessa forma, a Securitizadora consegue pagar, de acordo com o cronograma do Termo de Securitização, a remuneração e amortização prometida aos investidores, que adquiriram os CRAs.

- Companhia Securitizadora de Recebíveis Imobiliários (CSRI)

A securitização quando ocorre através da CSRI, há uma emissão de Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) por parte desse veículo, para que ele possa captar recursos de investidores no mercado, e assim, poder adquirir os recebíveis da companhia originadora. Conforme a BM&F Bovespa (2016) somente companhias específicas, conhecidas como securitizadoras,

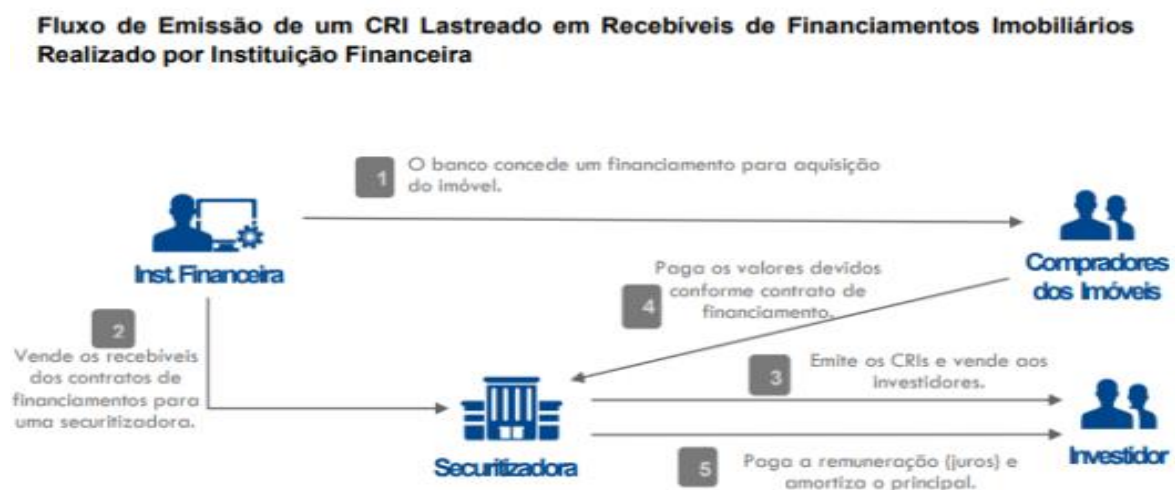
podem emitir o CRI, além de possuírem a importante característica de não serem instituições financeiras, e que tem como finalidade adquirir direitos creditórios de empresas, securitizar tais créditos e colocar no mercado financeiro os CRIs como forma de capitalizarem-se.

O Certificado de Recebíveis Imobiliários é um título nominativo que gera um direito de crédito ao investidor, já que no outro lado está o emissor que criou esse título com a finalidade de captar recursos para financiar transações no mercado imobiliário, lastreado em créditos desse setor da economia, como financiamentos residenciais, comerciais ou para construções, contratos de aluguéis de longo prazo, entre outros (BM&F BOVESPA, 2016).

Além desses lastros, as escrituras de compra e venda e contratos de promessa de compra e venda também podem ser utilizados. Seu objetivo é captar recursos no mercado de capitais para financiar transações no mercado imobiliário antecipando, desse modo, os recursos para a companhia originadora dos direitos creditórios. São negociados podendo ser adquiridos por investidores PF e PJ. Importante notar que na operação de securitização o título é isento de IOF, o que reduz o custo de captação de recursos para as empresas (SANTOS; CALADO, 2011).

No fluxograma abaixo, está exemplificada a operação entre uma instituição financeira e um comprador de imóveis (pessoa física ou jurídica), que buscou o um financiamento junto a um banco, por exemplo, para adquirir algum imóvel.

Fluxograma 2 - Emissão de um CRI



Fonte: Araújo (2017, p. 19) retirado da B³ - Brasil, Bolsa, Balcão

1. Uma empresa ou uma pessoa física adquire imóveis financiados por uma instituição financeira. O banco se torna a instituição cedente (originadora dos recebíveis) e os compradores dos imóveis passam a ser os devedores (sacados) da operação.
 2. De forma a antecipar o valor a ser pago pelos compradores dos imóveis através do financiamento, o banco vende os recebíveis a uma Companhia Securitizadora de Recebíveis Imobiliários (CSRI).
 3. A CSRI emite os CRIs lastreados nestes recebíveis (ou seja, com garantia do fluxo de pagamento dos compradores dos imóveis ao banco) e os vende para investidores, tanto Pessoa Física quanto Pessoa Jurídica, com promessa de pagamento de juros e amortização. Assim, a Securitizadora capta recursos no mercado de capitais para comprar (com deságio) os recebíveis do banco.
 4. Os compradores dos imóveis, conforme acordado no contrato do financiamento, realizam o pagamento das parcelas, que vai direto para a conta da Securitizadora.
 5. Dessa forma, a Securitizadora consegue pagar, de acordo com o cronograma do Termo de Securitização, a remuneração e amortização prometida aos investidores, que adquiriram os CRIs.
- Sociedade de Propósito Específico (SPE)

A SPE é uma empresa constituída para um determinado objetivo específico e pode ser uma empresa limitada ou uma sociedade anônima. Assim, caracteriza-se como uma instituição com área de atuação bastante restrita. Conforme o Sebrae (2016), “A SPE é também uma forma de empreendimento coletivo, usualmente utilizada para compartilhar o risco financeiro da atividade desenvolvida” (SEBRAE, 2016).

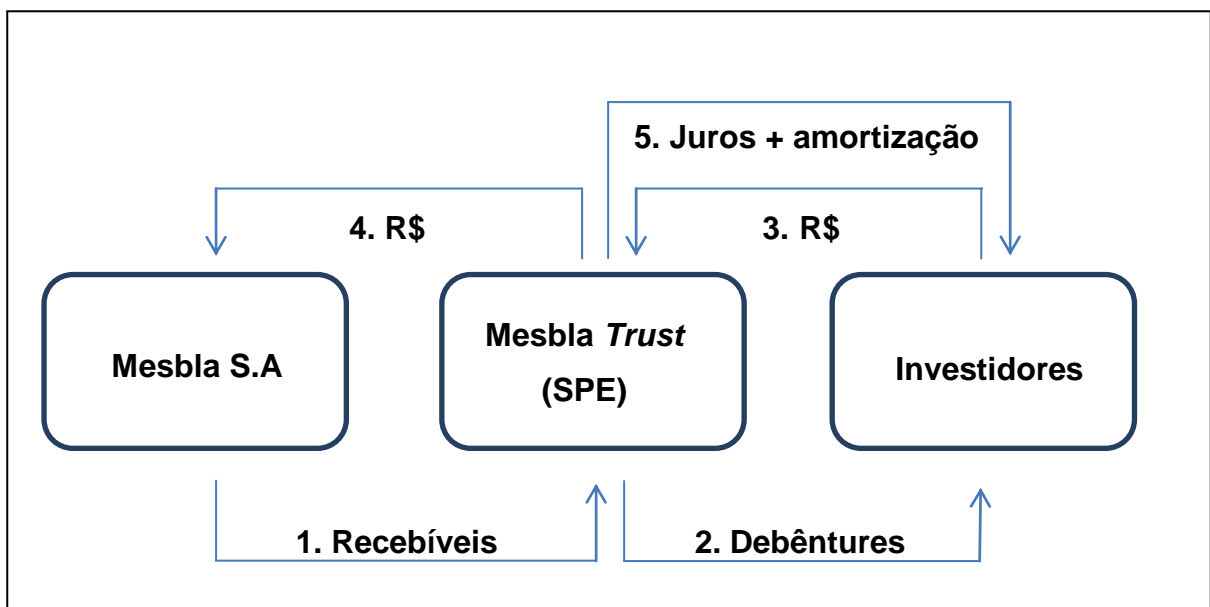
Para o caso de uma operação de securitização de recebíveis, a SPE é constituída com a finalidade de adquirir os recebíveis da empresa originadora. Assim, a SPE emite debêntures lastreadas nos recebíveis, para captar recursos, e também para pagar à empresa originadora pelos créditos cedidos a ela. Segundo Luxo (2007), “O valor dos direitos creditórios dados em garantia real (recebíveis), por exigência legal, deve ser superior ao valor das debêntures emitidas, e produzir uma margem de segurança que sustentará uma eventual inadimplência da carteira dos créditos (recebíveis)” (LUXO, 2007, p. 25).

Dessa forma, a SPE surge como um importante meio para a segregação de risco para o investidor, pois a debênture por ela emitida está garantida pelos recebíveis da empresa originadora, mas não pela empresa em si. Em caso de falência da originadora, no caso em que

os recebíveis são performados, quando a originadora já vendeu o produto ou já prestou o serviço ao cliente, os investidores continuam recebendo a remuneração acordada.

Abaixo está exemplificada uma operação de securitização envolvendo a criação de uma SPE. O exemplo utilizado foi a operação descrita anteriormente, o caso da Mesbla S.A, na qual foi constituída a Mesbla *Trust* (SPE) para realizar a aquisição dos recebíveis da Mesbla S.A.

Fluxograma 3 - Securitização através da SPE



Fonte: Elaboração própria (2020)

1. A Mesbla S.A (cedente) realiza venda a prazo para seus clientes (sacados ou devedores), através do cartão de crédito da empresa. Dessa forma, há o surgimento de uma carteira de recebíveis (ou contas a receber) para a empresa. Então, a mesma faz a cessão (ou venda) da carteira de recebíveis para a Mesbla *Trust*.
2. A Mesbla *Trust*, para alavancar recursos e adquirir a carteira de recebíveis da Mesbla S.A, emite debêntures lastreadas nesta carteira e vende para investidores.
3. Os investidores, ao adquirirem tais debêntures, automaticamente repassam seus recursos para a Mesbla *Trust*.
4. Agora, com os recursos em mãos, a SPE realiza a compra (com deságio) da carteira de recebíveis à Mesbla S.A. Neste momento há a antecipação dos recebíveis para a Mesbla S.A, ou seja, a transformação de um fluxo de recebíveis em caixa.
5. A Mesbla *Trust* realiza o pagamento dos juros e amortização, de acordo com o cronograma do Termo de Securitização, aos investidores.

O pagamento aos investidores depende do pagamento das faturas dos cartões pelos clientes da Mesbla S.A e não pela empresa em si. Ou seja, percebe-se a segregação entre o patrimônio da Mesbla S.A e sua carteira de recebíveis. Assim, se nota claramente que há uma transferência de risco da empresa para o investidor, que agora passa a carregar totalmente (ou parcialmente, a depender do acordo de coobrigação) o risco de inadimplência dos clientes da Mesbla S.A.

Depreende-se que a securitização de recebíveis, além de ser uma forma da empresa diversificar suas fontes de captação de recursos e obter crédito menos custoso, também é um importante instrumento para a mitigação de riscos. Esse fato é perceptível nas três estruturas de securitização aqui apresentadas, independente do veículo de securitização usado para este fim.

Apesar de a securitização ter iniciado, no Brasil, através das SPEs, a utilização desse veículo de securitização perdeu força após a constituição dos FIDCs, pois este incorre em menores custos para a sua estruturação quando comparado à SPE. Consequentemente, o crédito pode ser repassado à empresa cedente de forma mais barata do que se a securitização for feita em uma estrutura utilizando SPEs, que levaria a maiores custos para realizar a captação de recursos no mercado de capitais. Muito por isso, em 2001, com a Instrução CVM 365/01, foi regulamentado o funcionamento dos FIDCs, um novo veículo de securitização para o mercado brasileiro.

6 FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

6.1 CONCEITO E CARACTERÍSTICAS GERAIS

O FIDC é definido como uma comunhão de recursos (assim como é o conceito de todo fundo de investimento) que tem como finalidade direcionar, pelo menos, 50% do seu patrimônio líquido a aplicações em direitos creditórios. Estes direitos, objeto dos FIDCs, podem ser definidos como representantes dos créditos que uma empresa tem a receber dos seus clientes. Encaixam-se nesse grupo: cheques, duplicatas, parcelas de cartão de crédito, financiamento de veículos, financiamento imobiliário, crédito consignado, empréstimos a pessoa física e jurídica, contratos de aluguéis, etc. O restante do patrimônio do fundo pode ser aplicado em títulos de renda fixa, como CDBs e títulos públicos, por exemplo.

Os direitos creditórios que compõem a carteira de ativos de um FIDC, são provenientes dos créditos que uma empresa tem a receber, como duplicatas, cheques e outros. Por exemplo, a empresa vende um produto a prazo para um consumidor através de cartão de crédito e estes recebíveis (as parcelas a serem pagas pelo consumidor) podem ser vendidos para um FIDC na forma de direitos creditórios, permitindo à empresa, antecipar o recebimento destes recursos em troca de um taxa de desconto que, por outro lado, remunera os investidores do fundo. (B3 - BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2017).

Outro tipo de fundo também pode fazer parte indiretamente desse processo de aquisição de direitos creditórios, ao realizar a compra de cotas de FIDCs: é o caso do Fundo de Investimento em Cotas (FIC). De acordo com a CVM (2001), o Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FICFIDC) é uma comunhão de recursos que destina, no mínimo, 95% do seu patrimônio líquido à aquisição de cotas de FIDCs. Apesar disso, não pode haver uma concentração maior do que 25% do patrimônio líquido do FIC aplicados em cotas de um mesmo FIDC, exceto se for permitido pelo regulamento.

Os FIDCs podem ser classificados em Fundos abertos ou fechados. No primeiro caso os cotistas podem solicitar a qualquer momento o resgate das suas cotas, respeitando a carência para resgate, definida de acordo com a política de investimento de cada fundo e registrada no seu regulamento. Além disso, também é livre a entrada de novos investidores (somente profissionais ou qualificados) no fundo, até atingir um limite de patrimônio líquido definido pela estratégia do gestor. No segundo, os cotistas somente podem resgatar suas cotas após o prazo de duração do fundo; quando houver um cronograma de amortização de cotas prevista no regulamento; ou no caso em que ocorrer a liquidação antecipada do fundo. Além dessas três

formas do investidor realizar o resgate das suas cotas, existe também a possibilidade de entrada e saída do fundo mediante a negociação das cotas em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado.

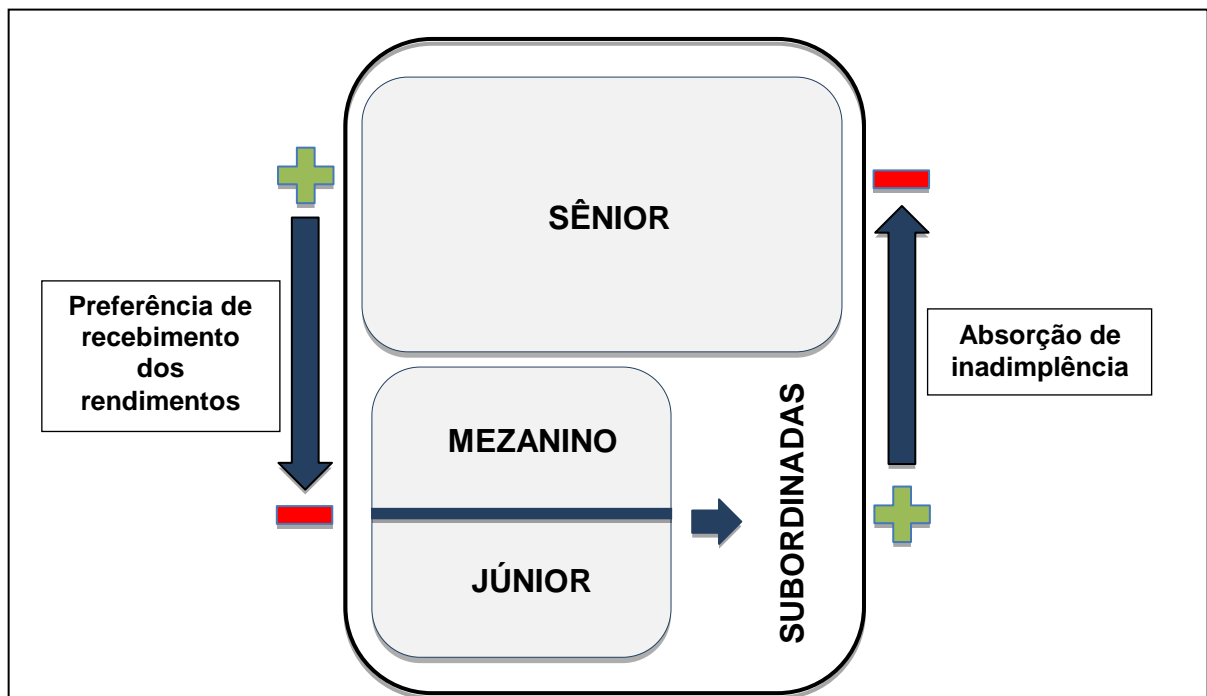
Quanto às cotas do FIDC, elas podem ser distribuídas publicamente ou restritas a distribuição privada, direcionadas a um seletivo grupo de investidores, e são classificadas em:

1. Sênior: possui rentabilidade pré-determinada em relação a um benchmark (um percentual sobre o CDI, por exemplo), na qual a gestora do fundo buscará esse retorno, mas não garantindo atingir a rentabilidade divulgada. Dessa forma, possuem preferência, em relação às cotas subordinadas, de recebimento da rentabilidade, amortização e resgates. São cotas distribuídas a investidores (qualificados ou profissionais) e sua rentabilidade é protegida, em caso de inadimplência no pagamento dos recebíveis (por parte dos devedores do fundo), pelas cotas subordinadas, sendo limitada até o valor total destas. Segundo a ANBIMA (2015), as cotas seniores podem ser divididas em séries, diferenciadas por prazos e valores para efeitos de amortização, resgate e rentabilidade, assim como são classificadas (atribuição de *rating*) trimestralmente por agências classificadoras de risco.
2. Subordinada: são cotas que se subordinam às da classe sênior, isto é, não possuem preferência em casos de amortização, resgate e pagamento da rentabilidade. Dessa forma, os cotistas subordinados só recebem rendimentos após o pagamento a todos os cotistas seniores do fundo. São cotas caracterizadas como uma espécie de “colchão” para a inadimplência dos devedores do fundo, visto que elas absorvem os prejuízos do fundo (até o limite do seu valor total) para que os cotistas seniores não sejam atingidos. Quem normalmente adquire essa classe de cotas (totalmente ou parcialmente) são as empresas que vendem os créditos (ou originadoras dos recebíveis) ao FIDC, dando uma maior garantia e confiabilidade para a operação, já que assumem o risco de inadimplência da carteira do fundo, para garantir o pagamento dos cotistas seniores. As cotas subordinadas se subdividem em:
 - a) Mezanino: Cota subordinada com maior prioridade de recebimento de rendimentos, amortizações e resgate, em relação à cota júnior.
 - b) Júnior: Cota com menor prioridade de recebimento de rendimentos, amortizações e resgate. A mais sensível em relação à inadimplência fundo,

sendo a primeira subclasse dentro da subordinada a absorver as perdas em prol da manutenção da remuneração dos cotistas seniores e mezanino.

A Figura 1 mostra a estrutura do passivo de um FIDC através da quantidade de cotas seniores e subordinadas. A direção das setas mostra que as perdas começam a ser absorvidas pelas cotas subordinadas juniores. Se essas forem insuficientes, os detentores das cotas subordinadas mezanino começam a arcar com a inadimplência de forma a proteger o retorno dos cotistas seniores. No caso mais grave, de elevada inadimplência, o prejuízo pode chegar aos cotistas seniores. Com relação ao sentido da preferência pelo recebimento, os cotistas seniores são os primeiros a serem remunerados, depois os cotistas subordinados passam a obter retorno (caso seja possível). Dessa forma, a estrutura de um FIDC é basicamente determinada pela proporção da quantidade entre cotas seniores e subordinadas, sendo esta uma relação que varia de um fundo para outro.

Figura 1 - Estrutura das cotas de um FIDC



Fonte: Elaboração própria (2020)

De acordo com a Anbima (2015), os FIDCs podem ser estruturados de diversas formas, e os mais comuns são os que podem adquirir direitos creditórios de apenas uma única empresa cedente (monocedente) com diversos sacados/devedores (carteira pulverizada ou multisacado). Os FIDCs costumam ser bastante versáteis em sua estrutura, se adaptando à necessidade da operação. Por exemplo, pode haver um FIDC que realiza a aquisição de direitos creditórios de

mais de um cedente (multicedente), com diversos sacados/devedores (carteira pulverizada ou multisacado). Esses fundos também podem ser Multissetoriais, quando realizam a aquisição de direitos creditórios de empresas de diversos setores da economia, não apresentando concentração relevante em um determinado cedente/sacado de um setor.

Quanto ao tipo de recebível elegível a ser adquirido pelo fundo (de acordo com a estratégia envolvendo níveis de risco), estes podem ser classificados em:

1. Performados: quando já foi realizada a entrega do bem, pela empresa cedente, ao cliente (concessão de um financiamento, venda a prazo de um eletrodoméstico, etc) ou a uma prestação de um serviço concluída (pagamento a prazo, pelo sacado, de um serviço de manutenção já realizado em uma planta industrial, por exemplo).
2. Não-performados: quando existe uma relação contínua entre cedente e sacado, de venda de bens ou prestação de serviços no futuro, se diz que o recebível está a performar. Por exemplo, uma empresa (cedente) passará a administrar uma rodovia em regime de concessão, e decide securitizar parte de sua carteira de recebíveis futuros, proveniente das tarifas de pedágio a serem pagas pelos motoristas. Nota-se que só haverá fluxo de recebíveis se a empresa operar na rodovia durante todo o tempo estabelecido, ficando o risco de interrupção desse fluxo caso a empresa passe a não atuar mais com este serviço. É um tipo de recebível com maior risco do que os performados.

Outro formato de FIDC foi criado ao final de 2006, os chamados FIDCs-Não Padronizados ou FIDCs-NP. Conforme Lima (2016), esses fundos diferem dos FIDCs tradicionais em relação ao tipo de ativo que podem adquirir e quanto ao tipo de investidor que podem ofertar as cotas. As cotas desses fundos somente podem ser adquiridas por investidores profissionais.

De acordo com a Instrução CVM 444/06, que regulamentou o FIDC-NP, este tipo de fundo pode realizar aquisições de direitos creditórios, sob qualquer percentual do seu patrimônio líquido, que estejam vencidos ou pendentes de pagamento quando ocorrer a sua cessão para o fundo; sejam decorrentes de receitas públicas ou derivadas da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal, assim como de suas autarquias e fundações; resultem de ações judiciais em curso ou que tenham sido judicialmente penhorados; sejam originados de empresas em recuperação judicial ou extrajudicial; sejam de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas.

Quanto ao tipo de lastro do FIDC, existem direitos creditórios de diversos setores da economia, dos mais variados, como por exemplo, segmento industrial, comercial, financeiro e serviços. Em relação aos tipos de recebíveis, podem ser duplicatas, cheques, parcelas de crediário, parcelas de cartão de crédito, financiamento de veículos, empréstimo pessoal, contrato de aluguel, contrato de prestação de serviços, entre outros. Uma das razões do investimento em FIDC ser restrito a investidores qualificados e profissionais é exatamente por causa dessa diversidade de ativos que podem compor a carteira do fundo, aumentando a complexidade da análise dos ativos-lastro.

Em relação às garantias envolvidas na montagem do FIDC, pode haver variedades de mecanismos de mitigação de risco de crédito, ou seja, quando o devedor (sacado) não honrar com seus compromissos e deixar de pagar ao fundo. Conforme a Anbima (2015), basicamente, existem cinco mecanismos para fazer essa proteção da carteira: I) Nível de subordinação; II) Excesso de *spread*; III) Seguro de crédito; IV) Coobrigação; V) Excedente de garantias.

- I. Nível de subordinação: nada mais é do que a proporção entre a quantidade de cotas seniores e subordinadas em relação ao patrimônio líquido do fundo. Partindo da premissa de que as cotas subordinadas são as primeiras a absorverem a inadimplência, quanto mais cotas subordinadas um FIDC possuir, mais segura será a operação para os cotistas seniores. Usando um exemplo hipotético: o FIDC XYZ possui um patrimônio líquido de R\$ 10 milhões, composto por 100 cotas e cada uma custando R\$ 100 mil. O fundo possui 70% de cotas seniores (70 cotas que representam R\$ 7 milhões do patrimônio) e 30% de cotas subordinadas (30 cotas que representam R\$ 3 milhões do patrimônio). Diz-se, nesse caso, que o FIDC XYZ possui um nível de subordinação de 30%. Como a subscrição das cotas subordinadas normalmente é feita pela empresa cedente dos recebíveis, é ela quem absorve até R\$ 3 milhões de inadimplência do fundo.
- II. Excesso de *spread*: é a diferença entre a taxa de desconto aplicada na compra do direito creditório e a taxa de remuneração-alvo paga aos cotistas seniores, após liquidar todas as despesas do fundo. Por exemplo, suponhamos um FIDC que remunera os cotistas seniores a uma taxa prefixada de 1% ao mês (a.m). Entretanto o fundo aplica uma taxa média de desconto, na compra dos recebíveis, de 3% a.m. Então, caso não haja inadimplência e pagando uma taxa de administração de 0,2% a.m, restará uma diferença de 2,8% a.m para o fundo. Assim, será paga primeiramente a remuneração de 1% para os cotistas seniores e restará 1,8% para remunerar as cotas subordinadas, que

em situações de baixa inadimplência, tendem a ficar com esse “excesso de *spread*” e tornar mais robusta a garantia do fundo. Com isso as cotas subordinadas tendem a valorizar e “crescer” mais do que as seniores, trazendo mais segurança contra inadimplência. Entretanto o gestor pode decidir por uma amortização dessas cotas subordinadas para manter a proporção de subordinação no fundo.

- III. Seguro de crédito: é um produto oferecido por seguradoras e visa ressarcir o FIDC caso os devedores (sacados) não realizem o pagamento ao fundo. Conforme a Anbima (2015), ainda é uma ferramenta para mitigação de risco de crédito pouco utilizada no mercado de FIDC, mas existe e é uma alternativa também a ser aplicada.
- IV. Coobrigação: mecanismo utilizado quando ocorre inadimplência por parte do devedor e a empresa cedente, que vendeu o recebível ao fundo, passa a ter que cobrir esse evento. A coobrigação pode ser parcial ou total, ou seja, a empresa cedente pode ter que arcar com a totalidade da inadimplência ou parcialmente. Uma forma de coobrigação é a substituição do lastro, que ocorre quando o recebível, vendido pela empresa ao fundo, apresenta inadimplência e o fundo exige que a empresa cedente repasse outro direito creditório a vencer para compensar o prejuízo. Essa negociação é bastante flexível e varia muito de acordo com a situação da qualidade da carteira do fundo. Apesar desse mecanismo de garantia, a Anbima (2015) reforça que caso haja uma recorrência muito grande na substituição do lastro do fundo, poderá haver um aumento da incerteza quanto à qualidade da carteira e, conseqüentemente, rebaixamento do *rating* das cotas, o que levaria a uma exigência maior de remuneração das cotas seniores e aumento do custo de captação de recursos. Também pode haver uma estruturação nas operações de FIDC sem acordo de coobrigação, o que aumenta o risco da operação. Então a existência de coobrigação, por reduzir o risco de inadimplemento, diminui a remuneração paga aos cotistas seniores, levando à redução do custo de captação.
- V. Excedente de garantias: ocorre em situações de elevada concentração de sacado (devedor) por parte da empresa cedente e da percepção de risco sobre a qualidade da carteira de recebíveis. Como uma forma de proteger-se da inadimplência, o FIDC pode realizar a securitização parcial de uma carteira de recebíveis e/ou exigir a inclusão de garantias secundárias na operação. Exemplo, a inclusão de uma garantia real, como um imóvel, terreno, ou uma antecipação parcial do recebível e até mesmo aval, para cobrir possíveis inadimplências dos clientes da empresa cedente.

Além dos mecanismos mencionados acima, existe um gatilho chamado Evento de Avaliação, que é acionado quando a situação de inadimplência se deteriora bastante. Na ocorrência desse evento, há convocação de uma assembleia geral de cotistas para se discutir a questão da ampliação dos mecanismos já citados ou até mesmo a liquidação e encerramento do FIDC. Dessa forma, é muito difícil que os cotistas do fundo sejam surpreendidos com grandes prejuízos repentinamente, já que além das barreiras criadas para evitar isso, ainda existe o Evento de Avaliação (ANBIMA, 2015).

6.2 O PROCESSO DE ESTRUTURAÇÃO DE UM FIDC

A estruturação de um FIDC parte da necessidade de alguma empresa antecipar recebíveis, ou seja, injetar em seu caixa hoje um fluxo futuro de recursos que a mesma tenha direito a receber, após uma venda a prazo, por exemplo. Então o ponto de partida dessa operação de financiamento é uma empresa originadora dos direitos creditórios (ou empresa cedente) buscar uma gestora de recursos para dar início ao processo de montagem do fundo.

A gestora é uma prestadora de serviços do fundo e é responsável pela gestão da carteira investimentos, basicamente decidindo onde os recursos dos cotistas serão alocados, quais ativos serão adquiridos, quais ativos serão vendidos e quando, sempre com base na política de investimentos do fundo. A gestora pode ser uma empresa independente contratada pelo administrador ou pode ser o próprio administrador do FIDC. O administrador é o responsável legal pelo fundo e, conseqüentemente, responde à CVM por qualquer problema que venha a ocorrer. Além disso, é quem fica encarregado de fazer o recolhimento de qualquer imposto a ser pago pelo fundo e de realizar a contratação dos demais prestadores de serviços, como o auditor externo, distribuidor, agência de rating, escritório de advocacia e o custodiante. Em resumo, é o administrador que cuida do funcionamento e manutenção do fundo e, obrigatoriamente, tem que ser uma instituição financeira.

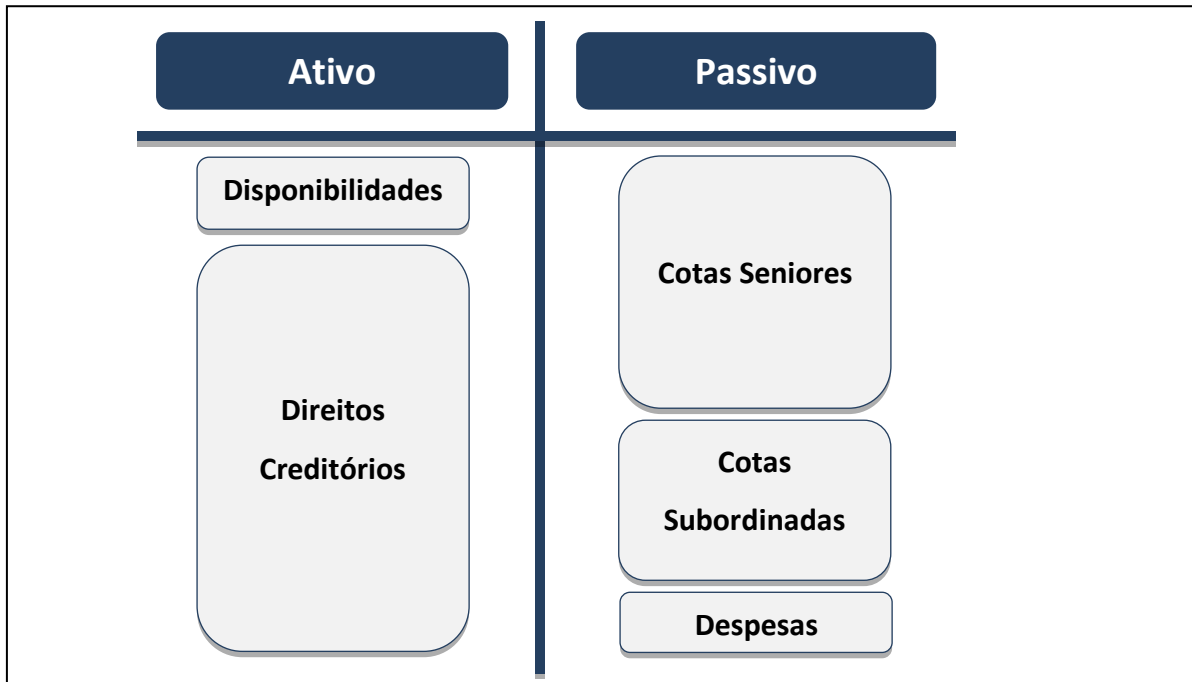
Ao auditor externo cabe realizar auditoria das demonstrações financeiras do fundo uma vez ao ano, validação dos relatórios de lastro, assim como a verificação do desempenho da carteira de recebíveis com relação a atraso, inadimplência, etc. (ANBIMA, 2015). O distribuidor é a instituição financeira responsável pela “venda” das cotas do FIDC aos investidores, que possuem perfil e interesse nesse tipo de fundo. É o responsável pela captação de recursos para o fundo e, conseqüentemente, por permitir que a empresa possa se financiar através do

FIDC. A agência de rating é quem cuida de atribuir, às cotas e séries de cotas, uma nota de classificação de risco de acordo com a maior ou menor quantidade de garantias em caso de inadimplência no fundo, prazo da carteira e qualidade dos recebíveis, etc, o que traz maior ou menor risco para as cotas. O escritório de advocacia é quem ficará responsável por redigir os contratos do fundo, assim como cuidar da questão jurídica envolvendo as garantias da operação.

O agente custodiante tem um papel operacional muito importante na estrutura do FIDC. Conforme a instrução CVM 356/01, o custodiante é responsável: por validar os direitos creditórios, a serem adquiridos, de acordo com os critérios de elegibilidade do regulamento do fundo; receber e analisar a documentação evidenciando a existência do lastro dos direitos creditórios; realizar a liquidação física e financeira dos direitos creditórios; fazer a custódia e guarda dos documentos referentes aos direitos creditórios; realizar cobrança dos devedores (sacados) atrasados; cobrar e receber, por conta e ordem dos cotistas do fundo, pagamentos e resgate de títulos custodiados. São ações de extrema importância para garantir o bom funcionamento e segurança do patrimônio do fundo, ao evitar fraudes com relação a empresas utilizarem recebíveis em duplicidade, por exemplo, e garantir que a gestora está respeitando os critérios do regulamento.

Após toda a interação entre esses agentes citados acima, a estrutura do FIDC está pronta para começar a fazer a aquisição dos direitos creditórios da(s) empresa(s) cedente(s) de acordo com os critérios de elegibilidade. Então após ser selecionada, avaliada e autorizada a compra de uma determinada carteira de direitos creditórios, serão emitidas séries de cotas para que o fundo possa captar recursos de investidores e fazer a aquisição dos títulos, antecipando os recebíveis para a empresa e ficando responsável pelo recebimento dos pagamentos desses títulos. De forma a melhorar a didática, abaixo está montado o balanço patrimonial de um FIDC.

Figura 2 - Balanço patrimonial do FIDC

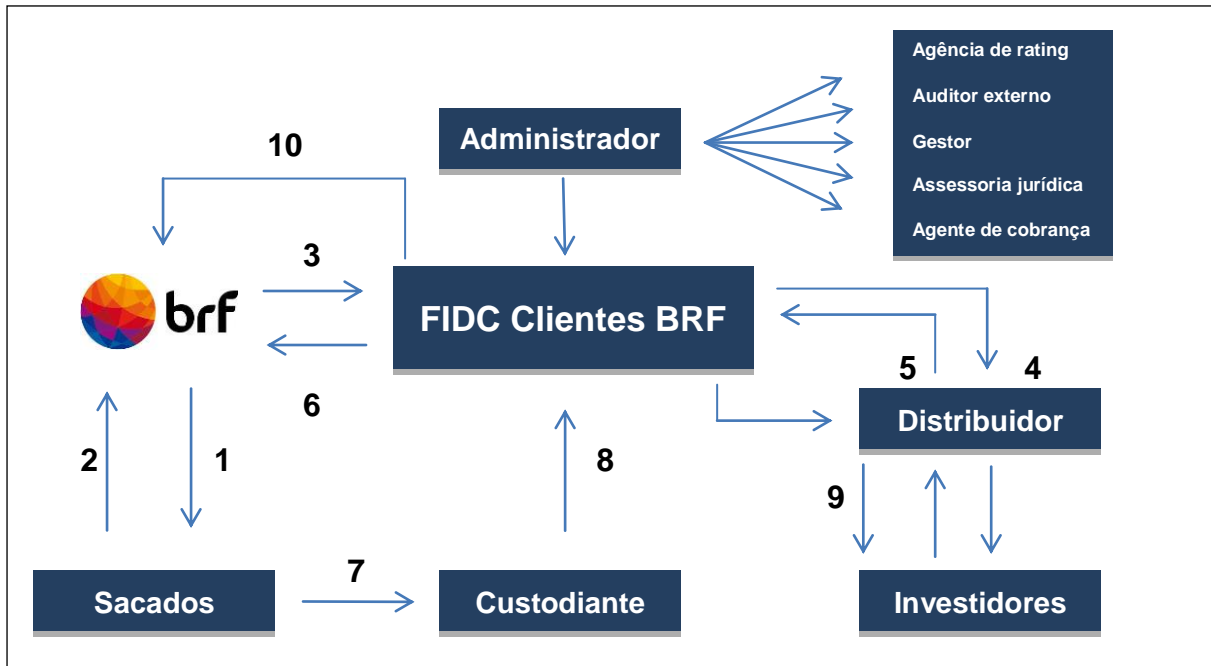


Fonte: Elaboração própria (2020)

O passivo (obrigações) do fundo é referente às despesas operacionais e remuneração das cotas emitidas para a sua capitalização, ou seja, à obrigação de honrar com o pagamento da rentabilidade oferecida aos investidores das cotas seniores e mezanino, assim como ao excesso de *spread* que fica com as cotas subordinadas juniores. Já o ativo (bens e direitos) do fundo é referente aos direitos creditórios que foram adquiridos com os recursos dos investidores e às demais aplicações financeiras de curto prazo, além do caixa.

A dinâmica de funcionamento do FIDC está representada na figura abaixo, e para trazer ainda mais a teoria para o campo prático, foi utilizado como exemplo o FIDC da empresa Brasil Foods (BRF), que foi estruturado para poder financiar os clientes da empresa, que compram os produtos das marcas Sadia e Perdigão, por exemplo, e realizam o pagamento a prazo em uma data futura.

Figura 3 - Dinâmica de funcionamento do FIDC



Fonte: Elaboração própria (2020)

1. A BRF (cedente) vende a prazo os produtos para os seus clientes (sacados), representados pelos supermercados, açougues, hotéis, churrascarias, entre outros.
2. Os clientes se comprometem a pagar o valor da fatura para a BRF, em uma data futura acordada.
3. A partir dessa fatura pode ser emitida, por exemplo, uma duplicata mercantil para cada negociação, que representará o direito de crédito que a BRF possui contra cada um dos seus clientes. Como a duplicata mercantil é um título negociável, a BRF vende uma carteira de duplicatas (recebíveis) ao FIDC para antecipar o recebimento dos recursos devidos pelos seus clientes, após toda a verificação e validação desses títulos por parte do custodiante.
4. O FIDC, para se capitalizar e poder fazer a aquisição da carteira de duplicatas da BRF, informa o volume de recursos financeiros necessário para o distribuidor, que oferecerá as cotas do fundo para os investidores interessados em adquiri-las.
5. Os investidores, ao adquirirem as cotas do FIDC, aportam seus recursos financeiros no fundo com uma promessa de rentabilidade alvo que é oferecida.
6. O FIDC, agora capitalizado, adquire a carteira de recebíveis e transfere os recursos para a BRF, injetando liquidez no caixa da empresa.
7. Como a BRF vendeu a carteira de recebíveis para o fundo, ele agora é o detentor dos títulos e será o agente que receberá os pagamentos dos clientes da BRF, que agora passam a dever ao

fundo e não mais à empresa. Dessa forma, os sacados passam a fazer os pagamentos para o agente custodiante na data acordada.

8. O custodiante, ao receber os pagamentos das duplicatas (como uma de suas atribuições), os repassa para o FIDC. E para aqueles títulos que não foram pagos (inadimplentes), irá realizar a cobrança dos clientes através dos mecanismos legais existentes.

9. O FIDC realiza, através do custodiante, o pagamento da amortização/resgate das cotas seniores e mezanino.

10. O FIDC realiza, através do custodiante, o pagamento de amortização/resgate das cotas juniores à empresa BRF.

O funcionamento de um FIDC é bastante dinâmico, já que antes mesmo do vencimento dos recebíveis adquiridos pela primeira vez, outras duplicatas já podem ser compradas pelo fundo, pois a BRF e os seus clientes continuarão mantendo as relações comerciais de venda e compra dos produtos, respectivamente.

7 AS VANTAGENS DA SECURITIZAÇÃO VIA FIDC PARA EMPRESAS

I. Redução do custo de captação de recursos

Essa redução do custo de captação pode ser atribuída a três principais fatores, listados abaixo.

➤ Segregação entre carteira de recebíveis e patrimônio da empresa

Numa operação de securitização de recebíveis, seja por FIDC ou não, há essa separação entre a carteira de recebíveis e o patrimônio da empresa, o que é extremamente importante para a nota de crédito. Conforme mencionado por Zarcchello (2010), Luxo (2007), Pinheiro (2008), Anbima (2015), Goldberg (2011), Fernandes (2010), é importante salientar que os recebíveis tem que possuir uma boa qualidade e esse mecanismo funciona bem para empresas relativamente endividadas. Dessa forma, o *rating* aplicado na carteira de crédito cedida ao FIDC passa a ser melhor que o *rating* da empresa, e pelo fato do prêmio de risco da operação estar fortemente relacionado com essa variável, a empresa consegue obter uma taxa de juros inferior na captação de recursos, comparado a uma operação de empréstimo bancário em que o patrimônio da empresa estivesse envolvido.

➤ Menores custos de intermediação financeira

A operação de securitização de recebíveis, seja por FIDC ou não, permite que as empresas possam acessar diretamente o mercado de capitais, diferentemente de tomar recursos financeiros em um banco comercial. Em tese, a securitização tende a ser uma operação menos custosa pela redução dos custos da intermediação financeira. Ao securitizar via FIDC, por exemplo, tem-se uma estrutura física menor e mais barata da gestora, custos fiscais menores e, além disso, como foi identificado por Taveira (2006), possui também uma análise de crédito mais simplificada e barata, permitindo maior ganho de escala.

➤ Vantagens tributárias

A operação de securitização de recebíveis em FIDC possui vantagens tributárias, comparadas à securitização via SPE e ao crédito bancário. Na utilização de uma SPE e do crédito bancário, haverá a incidência de diversos impostos sobre esses veículos, como por exemplo, PIS/COFINS, IRPJ, CSLL e IOF. Já sobre o FIDC, o único imposto que incide para o investidor Pessoa Física é o Imposto de Renda sobre o rendimento, quando há o resgate das cotas dos investidores, variando de 22,5% a 15% a depender do tempo de permanência no

fundo e do enquadramento do fundo como longo prazo. E, mais especificamente comparando à operação de desconto de duplicatas em bancos, o FIDC também mantém vantagem, pela não incidência do IOF. Essa antecipação feita em bancos gera um custo tributário (IOF) de 0,38% sobre o valor da operação + 0,0041% ao dia (limitado a 1,5%), o que torna a operação mais custosa para a empresa. Como a natureza dos FIDCs geralmente é de operações com recebíveis de curto prazo, o impacto do IOF fica representativo por conta da alíquota fixa de 0,38%. Como exemplo, numa operação cujo prazo é de 30 dias a vantagem da operação do FIDC sobre a operação bancária é cerca de 0,5%, o que é um custo relevante.

II. Melhora de indicadores do balanço patrimonial

Diferentemente de uma operação de contratação de dívida em que há o aumento do endividamento da empresa (*ceteris paribus*), ao utilizar o FIDC como fonte de financiamento, ocorre basicamente uma passagem de valores do grupo de contas a receber para o caixa da companhia. Dessa forma a empresa consegue aumentar a liquidez no seu ativo sem a necessidade de aumentar seu endividamento, ou seja, a securitização via FIDC permite uma melhora dos indicadores de alavancagem e liquidez, a um custo mais baixo.

III. Diversificação das fontes de financiamento

Quanto mais fontes diferentes de financiamento uma empresa possuir, mais benéfico é para ela. Por isso até que a utilização do FIDC não necessariamente exclui a participação do crédito bancário no passivo de uma companhia. É uma opção mais vantajosa como está sendo mostrada, e até mais flexível do ponto de vista de concessão do crédito. Entretanto a empresa pode utilizar o FIDC, por exemplo, juntamente com o crédito bancário para reduzir o custo do capital de terceiros, somente. Além disso, manter diversas fontes de financiamento é importante em momentos de redução da liquidez no mercado, onde pode haver um corte de crédito de uma fonte, mas uma continuidade de outra, mesmo com o agravamento do risco.

IV. Mitigação de riscos

No patrimônio de um FIDC, os recursos das cotas seniores e mezanino são dos investidores, e os das cotas juniores são da empresa cedente, que está vendendo os recebíveis para o fundo. Assim, essa estrutura de financiamento da empresa é composta por um *mix* de recursos próprios e de terceiros, sendo normalmente maioria dominante os recursos de terceiros (cota sênior e mezanino), do ponto de vista da empresa. E como foi explicado anteriormente, em

caso de inadimplência no fundo as cotas subordinadas juniores são as primeiras a absorverem o prejuízo. Caso o mesmo continue aumentando e supere o valor das cotas subordinadas, os investidores passam a arcar com o ônus da inadimplência também. Dessa forma, a empresa está mitigando risco de inadimplência dos seus recebíveis, comparado a ela não descontá-los no fundo e aguardar os vencimentos com esses títulos sob sua posse.

V. Financiamento para fornecedores e clientes

A estruturação de um FIDC Fornecedores ou FIDC Clientes, por parte de uma empresa, vai permitir uma melhora nas suas relações comerciais com seus parceiros de negócios. A montagem de um FIDC Fornecedores, feita por uma empresa industrial, por exemplo, vai prover aos seus fornecedores uma possibilidade de antecipar seus recursos a custos menores, assim como oferecerem maiores prazos de pagamento para a empresa industrial. Para o caso do FIDC Clientes, agora o benefício é para os clientes da empresa, já que com esse fundo, a companhia poderá conceder um prazo maior de pagamento aos seus clientes a um custo mais baixo na antecipação, contribuindo para a fidelização da relação comercial. Um exemplo de FIDC Clientes foi o utilizado na figura 3, que é o da BRF.

VI. Recuperação de receitas e outros créditos

Um FIDC pode trazer mais esse benefício para empresas, que tenham créditos a receber, sejam eles vencidos ou provenientes de processos judiciais contra a união, estados e municípios e também entidades de direitos privados, os famosos precatórios ou outros direitos de objeto de disputa judicial, respectivamente. Assim, a empresa ou um grupo de empresas poderá, juntamente a uma gestora, estruturar um FIDC Não Padronizado (FIDC-NP) que legalmente tem permissão para adquirir tais modalidades de crédito, envolvendo mais riscos. A empresa fará a venda desses ativos ao fundo, claramente com um deságio maior pelo grau risco elevado, e poderá recuperar parte da receita perdida totalmente, por exemplo, com inadimplência de clientes e “limpar” o balanço patrimonial também. Quanto aos direitos objetos de ações judiciais, poderá reaver parte desses recursos antes mesmo da finalização do processo judicial.

VII. Centralização de caixa para grupos econômicos

Conforme a Anbima (2015), um grupo econômico pode constituir um FIDC exclusivamente para as empresas do conglomerado, de forma que empresas com mais liquidez possam auxiliar

empresas com menor liquidez. As empresas com maiores dificuldades de caixa vendem suas carteiras de recebíveis para o fundo e as empresas com mais sobra de caixa aplicam os recursos nas cotas seniores e mezanino do FIDC, permitindo que empresas em maiores dificuldades, dentro do conglomerado, possam se financiar a um custo menor do que no mercado bancário.

VIII. Possibilidade de remuneração do capital próprio

A empresa cedente, ao fazer a aquisição das cotas subordinadas juniores, garante a inadimplência do fundo até certo nível. Mas, em casos de FIDCs com baixa ou nenhuma inadimplência, esse capital não é consumido e, além disso, é remunerado pelo excesso de *spread* proveniente da taxa de desconto que incide sobre os recebíveis. Dessa forma, a remuneração da cota subordinada júnior é bastante superior à remuneração da cota sênior e mezanino, dado o maior risco que ela corre na operação. É importante salientar que independentemente da estruturação do FIDC a empresa está suscetível à ocorrência de inadimplência. O FIDC pode ser um instrumento de melhora da análise de crédito, mas ambas estruturas absorvem em alguma medida a inadimplência.

Então em FIDCs com baixo nível de inadimplência, a empresa além de antecipar seus recebíveis a um custo menor e obter os demais benefícios citados, ainda consegue remunerar o seu capital aportado no FIDC a taxas bem acima do mercado.

7.1 COMPARATIVO FIDC, SPE E CRÉDITO BANCÁRIO

Após a listagem e explicação dos benefícios, para as empresas, de utilizar o FIDC como fonte de financiamento, será exibido abaixo um quadro comparativo com a finalidade de analisarmos as diferenças entre a utilização das três estruturas de financiamento, o FIDC, a SPE e o crédito bancário, comentando os pontos principais.

Quadro 1 - Comparativo FIDC, SPE e Crédito bancário

	FIDC	SPE	Crédito bancário
1. Possibilidade de remuneração do capital próprio na operação de financiamento	Sim	Sim	Não

	FIDC	SPE	Crédito bancário
2. Possibilidade de recuperação de receitas “perdidas”	Sim	Sim	Não
3. Mitigação do risco de crédito oriundo do contas a receber	Sim	Sim	Não
4. Melhora dos indicadores de liquidez	Sim	Sim	Sim
5. Melhora dos indicadores de alavancagem	Sim	Sim	Não
6. Financiamento a fornecedores/clientes	Sim	Sim	Sim
7. Custo de captação dos recursos financeiros	Menor	Menor	Maior
8. Análise de crédito	Mais focada nos recebíveis e nos seus respectivos devedores.	Mais focada nos recebíveis e nos seus respectivos devedores.	Focada na empresa tomadora do crédito
9. IOF na operação	Não	Sim (0,38% sobre o volume + 0,0041% ao dia, limitado a 1,5%)	Sim (0,38% sobre o volume + 0,0041% ao dia, limitado a 1,5%)
10. Regime tributário	Tabela regressiva de IR	Lucro Real/Lucro Presumido	Lucro Real

Fonte: Elaboração própria (2020)

A análise de crédito, como mencionada no item 8 do quadro acima, tanto para o FIDC quanto a SPE é direcionada para a qualidade dos recebíveis. Isso quer dizer que é mais observado o título em si (se é uma duplicata mercantil, cheque, precatório, etc) e a nota de crédito do

sacado (devedor), ou seja, seu histórico bom ou mal pagador. Ainda assim, é feita uma análise da empresa cedente também, principalmente para avaliar sua situação patrimonial e concluir sobre o risco da empresa vir a passar por problemas e interromper o fluxo de recebíveis para o fundo, prejudicando a operação. Já em uma operação de crédito bancário o foco é a situação patrimonial da empresa tomadora dos recursos e as garantias deixadas por ela, caso seja possível. Isso porque em caso dessa empresa passar por dificuldades financeiras, o risco de *default* e prejuízo para o banco pode ser alto. Como consequência, para empresas com endividamento mais elevado, o custo do crédito via bancos deve ser mais elevado, comparado ao FIDC ou SPE que conseguem segregar os recebíveis do patrimônio da empresa.

A SPE e o banco, ao serem tributados pelo regime do Lucro Real (PIS/COFINS, IRPJ, CSLL) e terem a incidência de IOF na operação (item 9), como mostrado no item 10, incorrem em maiores custos tributários do que o FIDC, por ser simplesmente um fundo de investimento e possuir um tratamento tributário diferente, o que o coloca em uma posição bastante privilegiada do ponto de vista dos menores custos da estrutura para a captação de recursos. Sobre o FIDC somente incide a tabela regressiva de IR sobre a rentabilidade das cotas, no ato do resgate/cessão por parte dos investidores.

Como já visto no Quadro 1 acima, tanto a securitização via SPE quanto por FIDC são estruturas de financiamento que possuem muito mais vantagens para a empresa do que a utilização do crédito bancário. Consequentemente, vemos também muitas semelhanças entre a SPE e o FIDC na maioria dos tópicos considerados na comparação. Então, a fim de analisar mais profundamente esses dois veículos de securitização e encontrar suas diferenças, serão feitas duas comparações: uma com os aspectos tributários e outra dos custos de estruturação/manutenção das duas estruturas. O primeiro aspecto a ser comparado é o tributário, que está exibido abaixo no Quadro 2.

Quadro 2 - Comparativo das despesas tributárias: FIDC e SPE

Tributos/Fato gerador	SPE com Lucro Real	FIDC
PIS/COFINS	9,25% sobre o faturamento	Zero
IRPJ/CSLL	Aproximadamente 34% sobre o lucro antes do IR	Zero
IOF	0,38% + 0,0041% ao dia, limitado a 1,5%.	Zero
Resgate dos investidores	Tabela regressiva de IR, variando entre 22,5% a 15% sobre o rendimento da debênture (caso seja).	Tabela regressiva de IR, variando entre 22,5% a 15% sobre o rendimento da cota.

Fonte: Elaboração própria (2020)

Por se tratar de um fundo de investimento, o FIDC não se enquadra na condição de pagador de tributos, por não possuir personalidade jurídica própria (CRUZ; BISPO, 2008). Somente quem será tributado serão os investidores que auferirem ganho de capital no resgate/cessão das cotas. Dessa forma, por questões tributárias pode-se afirmar, até o momento, que o FIDC é um veículo de securitização menos custoso comparado à SPE e, portanto, uma estrutura mais vantajosa. Agora será feita a segunda etapa da análise comparativa, com base nos custos de emissão/manutenção do veículo, conforme o quadro 3.

Quadro 3 - Comparativo dos custos de estruturação/manutenção entre o FIDC e SPE

Custos	SPE	FIDC
1. Agente Fiduciário	Sim	Não
2. Auditoria Independente	Sim	Sim
3. Agência de Rating	Sim	Sim

Custos	SPE	FIDC
4. Assessoria Jurídica	Sim	Sim
5. Administrador	Não	Sim
6. Gestor	Não	Sim
7. Custodiante	Sim	Sim
Outros aspectos	SPE	FIDC
8. Captação de recursos	Emissão de debêntures	Emissão de cotas
9. Rapidez de estruturação	Menor	Maior
10. Acessibilidade para PMEs	Menor	Maior
11. Custo de estruturação	Maior (estruturação da SPE e da debênture)	Menor (pela assessoria na estruturação)

Fonte: Elaboração própria (2020)

Como observado no comparativo acima, em relação aos custos com prestadores de serviços, tanto a SPE quanto o FIDC não se diferenciam tanto. Basicamente a diferença está na não necessidade do administrador e gestor para a SPE e do Agente fiduciário para o FIDC, o que pode dar uma mínima vantagem à SPE. Entretanto, nos tópicos 8, 9, 10 e 11 o FIDC se destaca e são os mais relevantes.

Por exemplo, enquanto que para captar recursos a SPE precisa realizar uma emissão de debêntures (operação mais complexa e mais custosa), o FIDC precisa somente realizar uma emissão de cotas. O custo de estruturação maior para a SPE, mostrado no tópico 11, tem relação direta com isso, já que é necessário criar primeiro a SPE, realizar depois a emissão de debêntures para ela se capitalizar e, assim, poder adquirir os direitos creditórios da empresa cedente. Ou seja, custo da SPE e de estruturação da debênture. Já no FIDC esse processo é mais leve, tendo que estruturar o fundo e emitir as cotas, ou seja, custo da constituição do

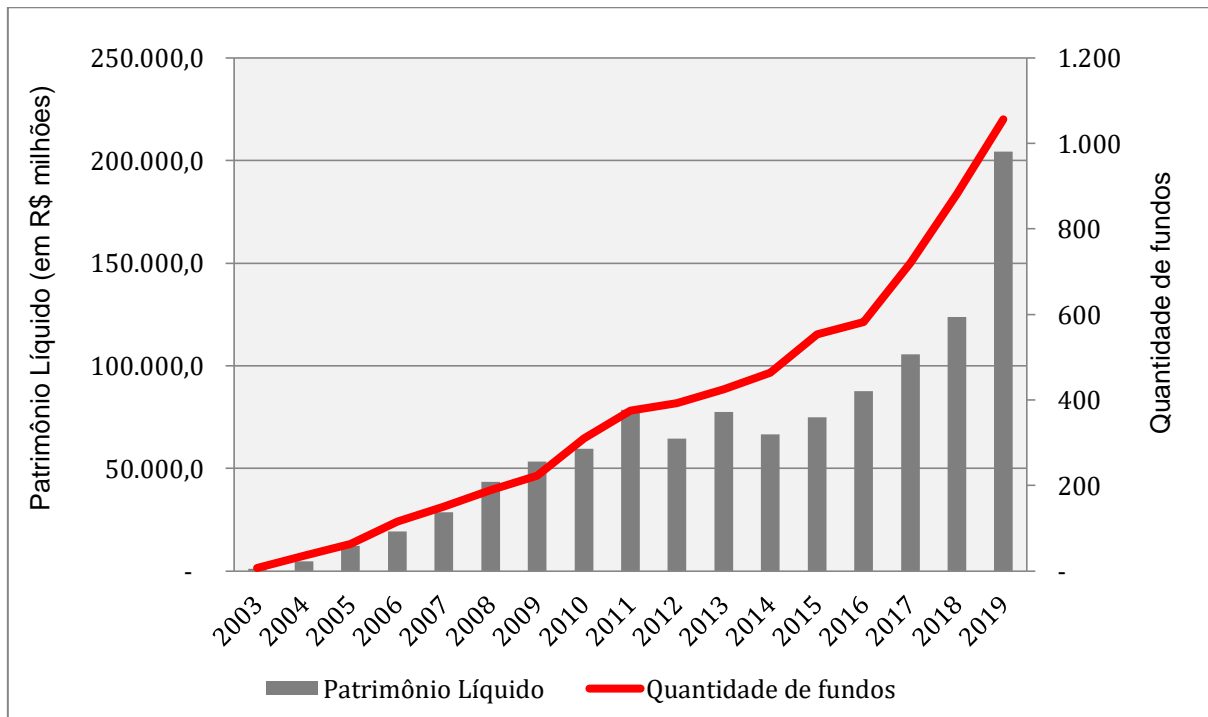
fundo e geração do regulamento que determinará a atuação dos agentes e o regramento das operações. O processo de constituição mais simples do FIDC leva a uma rapidez maior na sua estruturação, comparado à SPE.

Aliando esses fatores mencionados acima, nota-se que para as Pequenas e Médias Empresas (PMEs), é muito mais acessível a utilização de um FIDC do que uma SPE. Detalhe que essas são as empresas mais prejudicadas pelas dificuldades do nosso mercado de crédito, já que ficam muito limitadas somente ao crédito bancário, diferentemente de uma empresa de grande porte que tem acesso a outros instrumentos de captação de recursos.

Resumindo toda a análise feita acima, o que fica de entendimento dessas comparações, é que o FIDC é um veículo de securitização de recebíveis mais vantajoso do que a SPE, principalmente por questões tributárias, além de ser um instrumento de estruturação mais simples e acessível a empresas de qualquer porte. Uma das limitações deste trabalho é não poder trazer dados referentes aos custos totais de estruturação desses dois veículos, exatamente pela não disponibilidade pública dos mesmos.

7.2 O MERCADO DE FIDC NO BRASIL

Após a CVM regulamentar a constituição e funcionamento dos FIDCs no Brasil em 2001, a quantidade de fundos estruturados nos dois primeiros anos foi muito pequena, encerrando o ano de 2003 com apenas sete fundos estruturados. Já em 2004, o número de fundos aumentou cerca de 5 vezes comparado ao ano anterior, assim como o Patrimônio Líquido saltou de R\$ 1,0 bilhão para R\$ 4,5 bilhões. A trajetória crescente tanto do número de fundos estruturados quanto do Patrimônio Líquido dos mesmos, entre 2003 e 2011, revela um amadurecimento desse instrumento financeiro como alternativa de captação de recursos para as empresas, diante de um cenário de *spreads* bancários e taxa selic em patamares elevados, escassez de recursos após os bancos privados contraírem suas carteiras de crédito diante da crise mundial de 2008 e dos prazos curtos das operações de crédito bancário.

Gráfico 6 - Patrimônio Líquido dos FIDCs e quantidade de fundos entre 2001 e 2019

Fonte: Elaboração própria (2020) com dados da Anbima (2020)

Já entre 2011 e 2015 se observa uma estagnação no crescimento do Patrimônio Líquido (P.L) dos FIDCs ou até mesmo uma redução do mesmo. Isso pode ser justificado pela crescente atuação dos bancos públicos nesse período, como o Banco do Brasil e o BNDES na concessão de crédito mais barato ou até subsidiado para empresas. Esse fato permite que as empresas reduzam suas despesas financeiras e passem a utilizar mais essa fonte de recursos, que pode oferecer taxas abaixo da Selic. Entretanto, esse movimento reduz a necessidade das empresas se lançarem ao mercado de capitais para captar recursos via instrumentos financeiros, como os próprios FIDCs.

Quando analisamos o último recorte de período, entre 2016 e 2019, nota-se uma grande expansão do mercado e da quantidade de FIDCs estruturados ao mesmo tempo em que vemos a grande redução dos desembolsos do BNDES, o que foi também um fator impulsionante para esse crescimento do mercado de FIDCs, ao obrigar as empresas a se lançarem mais no mercado de capitais para captar recursos. Associado a esse fato propulsor do mercado de FIDCs, temos também o início do ciclo da redução da taxa Selic na economia, aumento da quantidade de gestoras independentes e maior divulgação do produto, assim como aumento do conhecimento dos benefícios desse instrumento financeiro por parte das empresas.

O mercado de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) usufruiu em 2019 do movimento estrutural transformativo que vem ocorrendo em relação ao

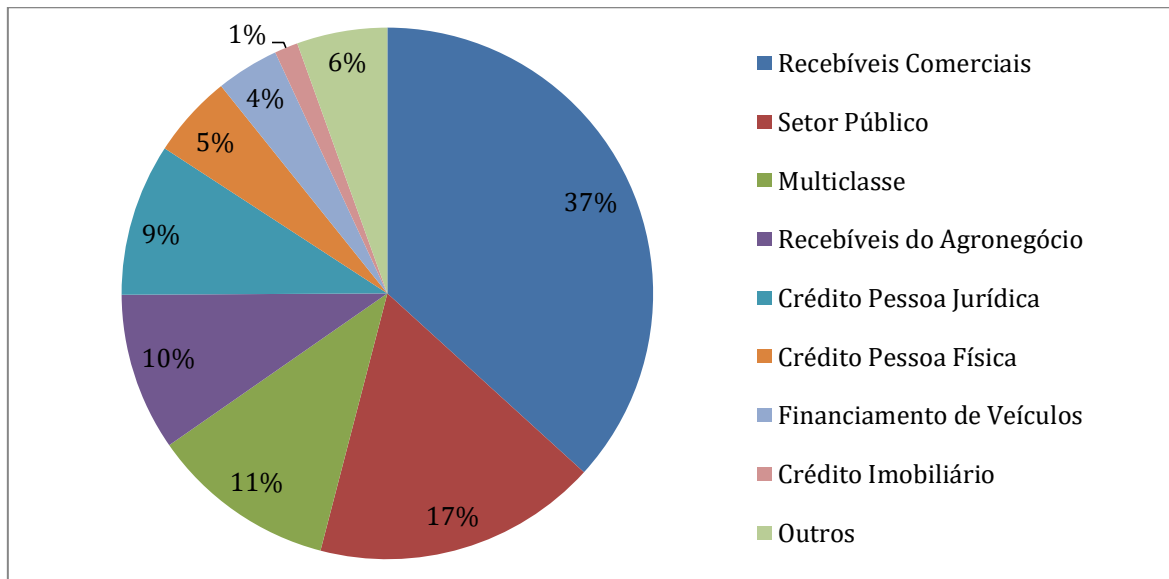
crédito no Brasil. A retração do crédito de fonte estatal e do crédito direcionado, a expansão do crédito privado e de recursos livres, em um contexto monetário de juros declinantes, fundamentaram o crescimento do mercado de FIDC no último ano. (UQBAR, 2020, p. 13).

Analisando o mercado de FIDC, em 2019, vemos uma grande expansão do Patrimônio Líquido dos fundos, com um crescimento muito expressivo de 65,11% em relação a 2018, que representa um aumento de R\$ 80 bilhões no P.L dos FIDCs. Em apenas um ano a quantidade de fundos estruturados aumentou cerca de 20%, saindo de 882 para 1.057.

Na análise da participação relativa do FIDC-P e FIDC-NP sobre o total do mercado, tanto a Anbima quanto a Uqbar não consideraram o FIDC-NP Petrobras na amostra, com o argumento de que o mesmo possui um patrimônio líquido muito elevado (cerca de R\$ 65 bilhões) e dessa forma traria uma distorção para a análise, não refletindo as características atuais do mercado. Assim, a seguir será exibido o perfil do mercado de FIDCs, em 2019 (último ano com dados consolidados), e o patrimônio líquido total do mercado considerado passará a ser cerca de R\$ 154,3 bilhões, para a análise.

Quanto ao nível de risco dos ativos que podem ser adquiridos, os FIDCs são divididos em Padronizados (P) e Não Padronizados (NP). Em 2019 a participação dos FIDCs Padronizados representava 54,9% (R\$ 84,8 bilhões) do total, um percentual que vem caindo ao longo do tempo com a expansão dos FIDCs Não Padronizados, que detinham 45,0% (R\$ 69,5 bilhões) do patrimônio líquido consolidado. Criados em 2006 pela Instrução CVM 444/06, o FIDC-NP é especializado em adquirir créditos com maior grau de risco, como precatórios e outros créditos judiciais, por exemplo.

Ao realizar a segmentação do tipo de ativo-lastro predominante na carteira dos fundos, podemos descobrir de quais setores os recebíveis se originaram, conforme mostra o gráfico 7. Em 2019, o destaque em crescimento do patrimônio líquido ficou para os FIDCs do Agronegócio, com uma taxa de variação de 631% em comparação a 2018, seguido pelos de recebíveis do setor público com 68%.

Gráfico 7 - Segmentação por ativo-lastro

Fonte: Elaboração própria (2020) com dados da Uqbar (2019)

Em termos de representatividade no patrimônio total dos fundos, o destaque ficou para os FIDCs de recebíveis comerciais com 37,7% (R\$ 56,7 bilhões) de participação. Em seguida, os FIDCs de recebíveis do Setor Público encerraram 2019 com 17,3% (R\$ 26,7 bilhões), com a maioria dos fundos pertencentes aos Não Padronizados. Com 11,3% (R\$ 17,4 bilhões) de participação, os FIDCs Multiclasse são a terceira maior classe e, conforme a Uqbar (2020), é composta por fundos que investem em créditos de duas ou mais classes de ativo-lastro.

A quarta posição é ocupada pelos FIDCs de recebíveis do agronegócio, classe que ganhou destaque de expansão em 2019 e encerrou o ano com 9,6% (R\$ 14,8 bilhões) do mercado, apresentando também grande tendência positiva para os próximos anos, diante do crescimento do agronegócio brasileiro. Com participação muito semelhante ao do agronegócio, os FIDCs de crédito pessoa jurídica detém 9,27% (R\$ 14,3 bilhões) do mercado. Completam a lista os FIDCs de crédito pessoa física com 5,0% (R\$ 7,8 bilhões), financiamento de veículos com 3,82% (R\$ 5,9 bilhões), crédito imobiliário com 1,43% (R\$ 2,2 bilhões) e Outros (recebíveis educacionais, tributos, prestação de serviço público, indeterminado, etc) com 5,51% (R\$ 8,5 bilhões).

7.3 PROPOSTA DE UM INDICADOR DE PARTICIPAÇÃO DOS FIDCS

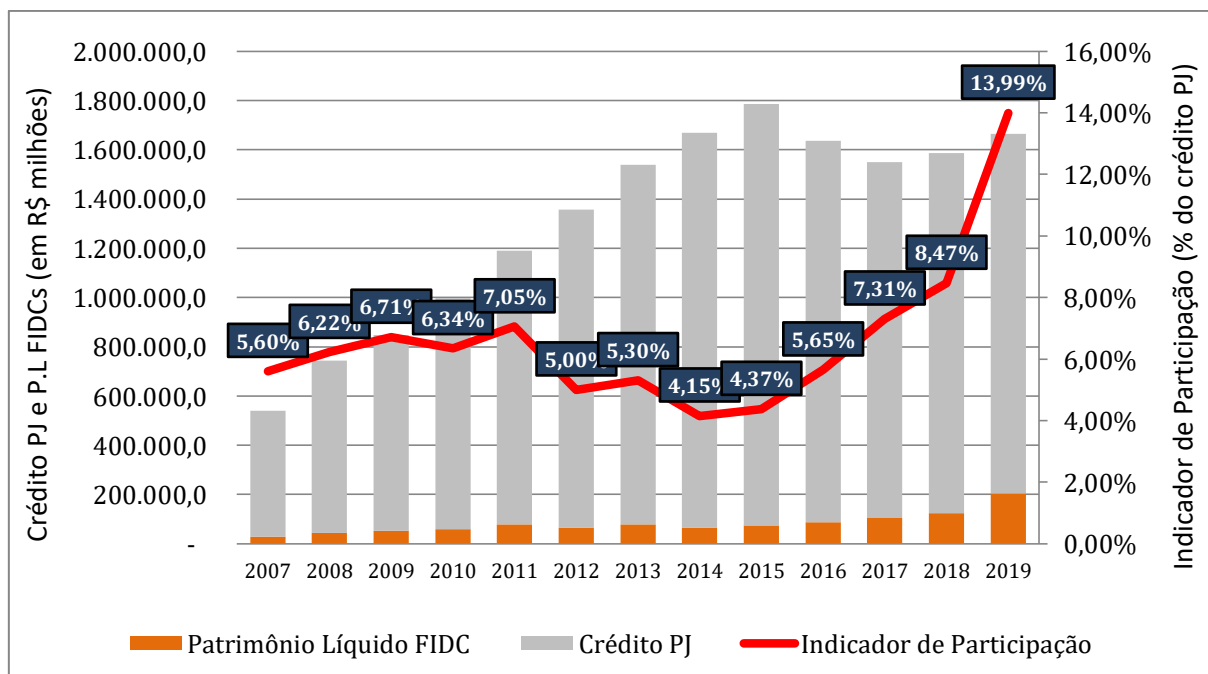
O patrimônio líquido consolidado dos FIDCs vem apresentando um crescimento expressivo nos últimos anos, em especial entre 2018 e 2019. Entretanto esse crescimento constatado até

então foi em termos absolutos apenas, o que não é totalmente conclusivo e nos que leva ao seguinte questionamento: o mercado de FIDC vem crescendo relativamente ao volume de crédito para pessoa jurídica no Brasil? Ou seja, essa modalidade de financiamento vem ganhando espaço e relevância no mercado de crédito PJ, através da sua maior utilização pelas empresas? A fim de responder a esse questionamento, foi feita uma breve análise através da criação de um Indicador de Participação dos FIDCs, que vai medir o quanto o patrimônio dos FIDCs representa em relação ao volume de crédito para Pessoa Jurídica, a cada ano no Brasil. A fórmula utilizada para o indicador está representada abaixo.

$$IP\ FIDCs = \left(\frac{\text{Patrimônio Líquido dos FIDCs}}{\text{Volume de crédito PJ}} \right) \times 100$$

Como se pode perceber no gráfico, o indicador foi extraído a cada ano e o seu resultado está representado pelos percentuais dos rótulos em azul. O período de análise não foi iniciado em 2001 (ano de regulamentação do FIDC) por falta de dados do Banco Central, que desativou uma série temporal anterior do crédito PJ e iniciou uma nova em 2007 com outra metodologia.

Gráfico 8 - Indicador de Participação dos FIDCs



Fonte: Elaboração própria (2020) com dados do Banco Central e ANBIMA (2020)

Através da análise do Gráfico 8, percebe-se que o mercado de FIDC tem um período de crescimento relativo até 2011 e depois um de decréscimo relativo entre 2012 e 2014, período inclusive de forte atuação do BNDES na concessão de crédito para empresas. Já a partir de 2014, o mercado de FIDC inicia uma nova trajetória de crescimento relativo e dessa

vez mais madura e consistente, atingindo simplesmente uma participação de 13,99% no crédito PJ em 2019. Ou seja, significa que o FIDC vem sendo utilizado cada vez mais pelas empresas como fonte de financiamento, em detrimento ao crédito bancário principalmente.

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo avaliar se a securitização via FIDC é uma estrutura de financiamento mais atrativa do que a securitização via SPE e o crédito bancário. Dessa forma buscou-se fazer uma análise com base nas características dessas três estruturas de fonte de crédito, com foco maior na comparação entre o FIDC e a SPE. Além disso, também foi desenvolvido um Indicador de Participação do mercado de FIDC sobre o volume de crédito PJ no Brasil, a fim de avaliar se o mercado de FIDC vem crescendo também em termos relativos, ou seja, o quanto que ele representa do total de crédito PJ.

A utilização do FIDC como fonte de financiamento trás, para as empresas, um leque enorme de benefícios, como a mitigação de riscos, remuneração do capital próprio, redução do custo de captação, possibilidade de financiar fornecedores e clientes, melhora de indicadores do balanço patrimonial e recuperação de receitas, o que coloca essa estrutura como uma alternativa mais vantajosa do que o crédito bancário. Por exemplo, até sobre a operação de antecipação de recebíveis em banco, o FIDC leva vantagem pela isenção do IOF. Entretanto, não necessariamente exclui a utilização do crédito bancário tradicional, já que também existe o princípio da diversificação de fontes de financiamento, ficando a critério de cada empresa essa decisão.

Na análise comparativa entre as duas estruturas de securitização, FIDC e SPE, concluiu-se que o FIDC também fornece mais benefícios e um leque maior de tamanhos de empresas que podem utilizá-lo, diferentemente da securitização via SPE. A vantagem do FIDC sobre a SPE é praticamente determinada pelo fator tributário, onde sobre o FIDC incide somente o Imposto de Renda no resgate das cotas, ao passo que sobre a SPE a carga tributária é muito maior como foi mostrado anteriormente, o que tem interferência no custo final do crédito. Além do fator tributário, tem também a maior rapidez de estruturação pela sua menor complexidade em relação à SPE, o custo menor de estruturação e a maior democratização, já que o FIDC é acessível para empresas de pequeno e médio porte.

O mercado de FIDCs vem crescendo com taxas elevadas desde 2014, sendo que entre 2018 e 2019 essa expansão foi ainda mais acelerada. O Indicador de Participação dos FIDCs mediu o seu crescimento em termos relativos, já que somente em termos absolutos não nos dá muitas

respostas. Assim, concluiu-se que o mercado de FIDCs, desde 2014, vem crescendo também em termos relativos e cada vez mais vem conquistando seu espaço no mercado de crédito PJ, se consolidando como uma estrutura de financiamento relevante no mercado brasileiro, saindo de 4,15% e representando cerca de 14% do volume de crédito para Pessoa Jurídica em 2019, no Brasil.

Com o ritmo de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a tendência é que cada vez mais as empresas busquem o crédito estruturado e reduzam sua dependência ao crédito bancário tradicional. Esse fato, aliado ao maior conhecimento dessa estrutura por parte das empresas, contribui para todo o potencial de crescimento que existe para o mercado desses fundos.

Como limitação do presente trabalho, especialmente na comparação entre FIDC, SPE e o crédito bancário, pode-se destacar o fato da maioria das informações serem apenas qualitativas, ficando somente a parte tributária e o Indicador de Participação como quantitativas, exatamente pela dificuldade de obtenção de informações quantitativas como custo do crédito em cada estrutura analisada, custo e tempo de estruturação, entre outras informações.

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, Tatiana Scarparo. **Certificados de recebíveis imobiliário e do agronegócio:** discussão e definição do conceito de lastro do recebível. 2017. 54 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Pós-Graduação em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais) - Instituto de Ensino e Pesquisa (Insper), São Paulo, 2017.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Estudos especiais - produtos de captação:** fundo de investimento em direitos creditórios. Rio de Janeiro, 2015. 123 p.

B3 - BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC)**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa-privada-e-publica/fundos-de-investimentos-em-direitos-creditorios-fidc.htm. Acesso em: 11 nov. 2018.

BM&F BOVESPA. **Certificado de recebíveis do agronegócio**. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/certificado-de-recebiveis-do-agronegocio. Acesso em: 10 out. 2018.

BM&F BOVESPA. **Certificado de recebíveis imobiliários**. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm. Acesso em: 10 out. 2018.

BRASIL. Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditório. **Diário Oficial da União**, Brasília, n. 356, p. 2-25, 17 dez. 2001.

BRASIL. Instrução CVM nº 444, de 8 de dezembro de 2006. Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados. **Diário Oficial da União**, Brasília, n. 444, p. 1-2, 11 dez. 2006.

BRASIL. Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014. Inclui, revoga e altera os dispositivos nas Instruções 155/91, 209/94, 278/98, 332/00, 356/01, 391/03, 399/03, 414/04, 429/06, 444/06, 461/07, 472/08, 476/09 e 539/13. **Diário Oficial da União**, Brasília, n. 554, p. 2-15, 19 dez. 2014.

BRASIL. Resolução Conselho Monetário Nacional nº 2.907, de 29 de novembro de 2001. Autoriza a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios. **Diário Oficial da União**, Brasília, n. 2097, p. 1-3, 29 nov. 2001.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DAS INDÚSTRIAS - CNI. **Sondagem especial:** crédito de curto prazo. Brasília, 2009. 8 p.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DAS INDÚSTRIAS - CNI. **Sondagem especial:** crédito de curto e longo prazos. Brasília, 2019. 22 p.

ECOAGRO SECURITIZADORA. **Certificado de recebíveis do agronegócio**. Disponível em: <http://www.ecoagro.agr.br/cra/>. Acesso em: 12 out. 2018.

CRUZ, Bleise Rafale; BISPO, Jorge de Souza. Gestão de riscos dos fundos de investimento em direitos creditórios. *In: ENCONTRO DA ANPAD*, 32., 2008, Rio de Janeiro. **Anais[...]** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. p. 1-16.

FERNANDES, Maurício Palmada. **O mercado de securitização no Brasil e suas fontes de valor**. 2010. 52 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas (FGV), São Paulo, 2010.

GOLDBERG, Marcelo de Biazzi. **A securitização de recebíveis e seu impacto no valor das originadoras: evidências do mercado brasileiro**. 2011. 48 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas (FGV), São Paulo, 2011.

IPEA. **Banco do Brasil, BNDES, Caixa Econômica Federal: a atuação dos bancos públicos federais no período 2003-2010**. Brasília, 2011. 21 p. (Comunicados do IPEA, n. 105).

GOMES, Dioscoro Mesquita. **Escassez de crédito no Brasil: comparação internacional e evidência recente**. 2009. 73 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas (FGV), Rio de Janeiro, 2009.

LIMA, Fernando José Fernandes de. **Fundos de investimento em direitos creditórios - determinantes da taxa de captação dos FIDCs**. 2016. 53 f. Dissertação (Mestrado em Administração de empresas) - Escola de Administração de empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas (FGV), São Paulo, 2016.

LUXO, José Carlos Augusto. **O impacto da securitização de ativos nos indicadores financeiros e no beta das empresas**. 2007. 234 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo, 2007.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de; WOLF, Paulo José Whitaker. **A dinâmica do mercado de crédito do Brasil no período recente (2007 - 2015)**. Brasília: IPEA, 2016. (Texto para discussão, n. 2243).

OLIVEIRA, Giuliano Contento; CARVALHO, Carlos Eduardo. O componente “custo de oportunidade” do *spread* bancário no Brasil: uma abordagem pós-keynesiana. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 16, n. 3, p. 371-404, dez. 2017.

PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de recebíveis: uma análise dos riscos inerentes**. 2008. 186 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo, 2008.

PULINO, Marcos Vinicius Zanlorenzi. **O custo de capital em operações de securitização de recebíveis de empresas não-financeiras por meio da emissão de quotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDCS**. 2008. 73 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) - Escola de Administração de empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas (FGV), São Paulo, 2008.

ROCHA, Ricardo Humberto. **Mesbla trust de recebíveis de cartão de crédito S.A.** São Paulo: Insper, 2009. 14 p.

SANT'ANNA, André Albuquerque; BORÇA, Gilberto Rodrigues; ARAÚJO, Pedro Quaresma. Mercado de crédito no Brasil: evolução recente e o papel do BNDES (2004-2008). **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.16, n. 31, p. 41-60, jun. 2009.

SANTOS, Cláudio Gonçalves dos. **Desintermediação financeira: o papel da securitização como mecanismo de financiamento para empresas.** 2013. 83 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Financeiras) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2013.

SANTOS, Cláudio; CALADO; Luiz. **Securitização: novos rumos do mercado financeiro.** São Paulo: Saint Paul, 2011. 133 p.

SEBRAE. **Estudo especial: o financiamento das MPE no Brasil.** Brasília, 2017. 52 p.

SEBRAE. **Sociedade de propósito específico.** Disponível em: <http://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/o-que-sao-sociedades-de-proposito-especifico,79af438af1c92410VgnVCM100000b272010aRCRD>. Acesso em: 12 out. 2018.

SILVA, Napoleão; ZILBERMAN, Eduardo. **Impactos macroeconômicos da expansão do crédito no Brasil: o período 2001 - 2011.** Rio de Janeiro: IPEA, 2017. (Texto para discussão, n. 2233).

TAVEIRA, Victor Mariz. **Finanças estruturadas e seus efeitos em economias com baixo acesso a capital de terceiros.** 2006. 76 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Fundação Getúlio Vargas (FGV), São Paulo, 2006.

THOMSON REUTERS CHECKPOINT. **Direito empresarial: Sociedade de Propósito Específico (SPE) - aspectos societários, contábeis e fiscais.** Disponível em: <http://artigoscheckpoint.thomsonreuters.com.br/a/2j40/direito-empresarial-sociedade-de-proposito-especifico-spe-aspectos-societarios-contabeis-e-fiscais-sheila-felix-de-oliveira-ronaldo-apelbaum>. Acesso em: 05 set. 2020.

TRUST, Brian; BAZIZI, Kamel. Introduction to securitized assets...*In*: NEW ORLEANS ANNUAL MEETING, 3., 2001, New Orleans, Louisiana. **Anais [...]**. New Orleans, EUA: Society of Actuaries, 2001. 36 p.

UQBAR. **Anuário: fundo de investimento em direitos creditórios.** Rio de Janeiro, 2020. 56 p.

ZACCHELLO, Daniel. **Determinantes de spread de fundos de investimento em direitos creditórios.** 2010. 62 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas (FGV), São Paulo, 2010.