

Gestão de Riscos dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

Autoria: Bleise Rafale Cruz, Jorge de Souza Bispo

RESUMO

Nesta pesquisa será apresentada uma modalidade de investimento em crescimento no mercado nacional: os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs). Será apresentado o motivo de sua origem, como uma alternativa às Sociedades de Propósitos Específicos (SPEs), encontrando-se uma solução com menor carga tributária, maior rentabilidade e uma estrutura mais arrojada. Inicialmente, através de pesquisas bibliográficas, serão apresentados tópicos fundamentais para o entendimento do funcionamento de um FIDC: a sua estruturação, as empresas envolvidas no processo e como é realizada sua distribuição no mercado nacional. O trabalho tem foco na estrutura criada para mitigação de riscos dos FIDCs, que se concentra na sua estruturação e nas cessões dos direitos creditórios. Serão analisados os métodos utilizados pelas agências classificadoras de riscos, que atribuem *ratings*¹ para as cotas do fundo. O estudo mostra os fatores de riscos envolvidos no processo que variam desde riscos de mercado até riscos operacionais. Em seguida, há um estudo do processo de cessão dos direitos creditórios da empresa cedente para o fundo, em que se analisam as formas utilizadas pela empresa custodiante para minimizar os riscos nessa transação, como as atenções prestadas aos critérios de elegibilidade, que definem quais direitos creditórios podem formar o fundo.

Palavras-chave: Securitização; Fundo de Investimento; FIDC; Direitos Creditórios; Gestão de Risco.

1. INTRODUÇÃO

Segundo Vedrossi (2002), a palavra securitização possui o significado de emissão de títulos mobiliários com vínculo em um determinado ativo, sendo esse passível de securitização. Com a securitização, cria-se uma estrutura de captação de recursos associada à qualidade das receitas vinculadas a esses ativos e não à qualidade do tomador dos recursos.

Nos Estados Unidos, a securitização iniciou-se com as agências governamentais ligadas ao crédito hipotecário, que promoveram um desenvolvimento do mercado de títulos através da emissão de papéis lastreados em hipoteca. Vedrossi (2002) cita que a estimativa do volume total de títulos lastreados em hipotecas em circulação no mercado americano já excede cifras da ordem de US\$ 4 milhões, o que representa, aproximadamente, 80% do mercado americano de ativos securitizados.

No Brasil, a securitização é considerada um veículo de segregação de risco na sociedade que adquirem direitos creditórios da empresa originadora dos créditos e emitem valores mobiliários (geralmente debêntures ou ações) para financiá-los. A alternativa às Sociedades de Propósitos Específicos (SPEs) foi a criação dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), que será estudado neste artigo.

Ao considerar uma captação de recursos via securitização de recebíveis, é sempre viável avaliar ambos os veículos, SPEs e FIDCs, escolhendo aquele que apresente melhor relação custo/benefício. Os FIDCs apresentam benefícios na sua estruturação que podem se tornar mais atrativos em relação às SPEs. Um dos maiores benefícios dos FIDCs é a sua eficiência em termos tributários, o que pode tornar sua constituição menos burocrática e pouco onerosa, apresentando-se como uma alternativa segura e rentável para o investidor.

Regulamentados em 2001, pela CVM, Fortuna (2005) menciona que os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios foram criados com o objetivo de dar liquidez ao mercado de crédito, reduzindo o risco e ampliando a oferta de recursos. Começaram a ganhar fôlego no Brasil quase dois anos depois, como alternativa de captação de recursos para

empresas num país onde o crédito bancário tem elevado custo financeiro, administrativo e burocrático.

O presente artigo tem por objetivo apresentar a gestão de riscos dos FIDCs no mercado nacional, inicialmente mostrando sua estrutura de funcionamento e as partes envolvidas nos processos de criação e manutenção do fundo, trazendo em seguida o processo utilizado para mitigação dos riscos. Ao final do artigo, espera-se responder aos seguintes questionamentos: i) “Quais as diferenças entre os FIDCs e as SPEs em relação aos riscos envolvidos e a gestão tributária?” e ii) “Como se caracteriza o processo de mitigação dos riscos dos FIDCs?”.

Tratando-se de um produto novo no mercado financeiro nacional, o estudo de sua estrutura torna-se interessante para empresas e investidores. A importância deste trabalho está no fato de demonstrar que, mesmo em um mercado de incertezas como o do Brasil, pode-se ter uma alternativa de investimento montada em uma estrutura com um forte aparato para a redução de riscos.

A estrutura de um FIDC está envolvida por riscos de mercado ou operacionais. A primeira operação realizada, a saber, a cessão de crédito pela empresa originadora, pode ser considerada como foco de atenção das empresas de *Rating*, que recebem os Direitos Creditórios para análise e classificação. A pesquisa irá abordar os métodos utilizados por essas empresas e quais os impactos dos diferentes resultados de classificação dos ativos que irão constituir o Patrimônio de um FIDC. Nesse ponto, os riscos estão concentrados na dúvida quanto ao recebimento das dívidas, ou seja, na qualidade dos pagadores desses recebíveis.

Após a classificação, o custodiante fica como responsável pelos riscos. Nessa fase, serão analisados os documentos enviados pela empresa cedente, para minimizar riscos relativos aos documentos comprobatórios. As instituições responsáveis pela custódia possuem procedimentos para análise diária dos recebíveis e a cada aquisição é realizado um exame de elegibilidade, com o direito de devolver os recebíveis ao cedente, caso esses não atendam às regras estabelecidas no regulamento do fundo.

O artigo está organizado da seguinte forma: inicialmente, apresenta-se uma breve contextualização dos FIDCs, bem como seus objetivos e importância. Em seguida, apresenta-se um referencial teórico com uma breve conceituação sobre as SPEs e os FIDCs, a estrutura de funcionamento desses fundos e uma breve análise comparativa entre os dois. A terceira parte dedica-se à definição dos riscos envolvidos no processo de um FIDC, a sua classificação e as formas de mitigação. Por fim, conclui-se com a importância desses fundos no mercado e a mitigação dos seus riscos envolvidos.

2. PLATAFORMA TEÓRICA

2.1. As Sociedades de Propósitos Específicos (SPE)

A SPE é uma sociedade específica criada para adquirir ativos, inclusive direitos creditórios, de uma determinada empresa, chamada de originadora.

Esse tipo de sociedade é expressamente permitida em lei, conforme artigo 981, parágrafo único, do Novo Código Civil Brasileiro, cuja atividade pode restringir-se à realização de um ou mais negócios determinados, portanto, com a possibilidade de autorização para a exploração de um só negócio.

A SPE tem seu objeto social limitado a um só fim específico, ou seja, a razão de existência dessa sociedade é justamente o cumprimento desse propósito específico, findo o qual, ela será extinta. Normalmente utilizada em incorporações imobiliárias e em estruturas de *project finance*, as SPEs têm como objetivo emitir títulos compatíveis e lastreados aos seus ativos.

2.2. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) no Brasil

A introdução dos FIDCs proporcionou que um grande número de companhias de pequeno e médio porte, pela primeira vez, pudessem acessar o mercado de capitais. Devido às

dificuldades de acesso aos mercados de crédito e de capitais, no Brasil, as pequenas e médias empresas não vêm utilizando os créditos bancários oferecidos. Os FIDCs podem oferecer a essas empresas vantagens como: alternativa aos empréstimos bancários, tratamento fiscal privilegiado, custo atrativo comparado com as linhas de crédito tradicional e segregação dos riscos do originador. Os FIDCs, também, têm se mostrado como alternativa para bancos e financeiras diversificarem suas fontes de captação.

Com um crescimento elevado no Brasil, os FIDCs apresentaram um patrimônio de R\$ 29,5 bilhões, conforme registros na CVM de 2007, demonstrados na Tabela 1. Contudo, esse valor representa um percentual pequeno no mercado nacional se comparado com o estoque de fundos de investimentos que passa da casa dos R\$ 700 bilhões.

Antes da implementação dos FIDCs no Brasil, as empresas tinham suas opções limitadas às SPEs como veículo de securitização e emissor de títulos mobiliários, que, comparadas aos FIDCs, possuem um alto custo fiscal.

Tabela 1. Ofertas de cotas de FIDC/FIC-FIDC (Valores em R\$ milhões)

Períodos	Fundos Fechados Ofertas Registradas		Fundos Abertos Dispensa de Registro
	nº de ofertas	Volume (2)	nº de ofertas
2002	3	200,00	1
2º sem	3	200,00	1
2003	11	1.540,00	7
1º sem	5	895,0	0
2º sem	6	645,00	7
2003	11	1.540,00	7
1º sem	5	895,0	0
2º sem	6	645,00	7
2004	32	5.116,65	11
1º sem	15	1.682,30	6
2º sem	17	3.434,35	5
2005	46	8.579,00	17
1º sem	17	3.482,00	4
2º sem	29	5.097,00	13
2006	63	12.777,00	13
1º sem	24	4.216,00	4
2º sem	39	8.561,00	9
2007 (1)	13	1.304,00	2
1º sem	13	1.304,00	2
Total	168	29.535	51

(1) Fundos registrados na CVM até mar/2007.

(2) Volume indicativo de captação.

Fonte: CVM. Elaboração: Andima.

Na tabela 1 acima, observe-se que são conhecidos os volumes das ofertas dos fundos fechados por serem exigidos os seus registros na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

2.3. Estruturação do FIDC

Os FIDCs são regulamentados pela Instrução CVM nº. 356, com alterações pelas Instruções CVM nº. 393/03 e 435/06. O Artigo 3º da Instrução CVM nº. 356 dispõe:

Os fundos regulados por esta instrução terão as seguintes características: I. serão constituídos na forma de condomínio aberto ou fechado; II. somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado; III. cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País;

Por tratar-se de um instrumento financeiro que pode ser utilizado por uma grande variedade de indústrias, o FIDC permite, em sua composição, estruturas significativamente diferentes, atendendo aos diversos setores que buscam a securitização de seus ativos (industrial, imobiliário, comercial, financeiro etc.). Os objetivos para a formação de um FIDC

podem ser diversos, por exemplo: a obtenção de financiamento para abater dívidas ou melhorar o capital de giro, dentre outros.

Segundo Lima et al (2006) e de acordo com o Art. 3º da Instrução CVM nº 356, os FIDCs podem ser:

aberto: os condôminos podem solicitar resgate de cotas, observando-se o disposto no regulamento do fundo; ou fechado: suas cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou de cada série ou classe de cotas, conforme estipulado no regulamento, ou em virtude da liquidação do fundo. Admite-se a amortização de cotas por disposição do regulamento ou por decisão da assembléia geral de cotistas.

O patrimônio dos FIDCs pode ser representado por duas classes de cotas: a sênior e a subordinada. Segundo Lima et al (2006), as cotas “sênior: não se subordinam às demais para efeito de amortização ou resgate” ao contrário das subordinadas. Nos FIDCs fechados, a classe sênior pode ter várias séries, que se diferenciam pelos prazos e valores das amortizações, resgate e remuneração. As cotas de classe subordinada são aquelas que se subordinam às demais para efeito de amortização e resgate, suportando as perdas e recebendo excessos de rendimentos, não podendo ser resgatadas ou amortizadas antes do resgate das cotas seniores.

A composição do FIDC pode ser variada por recebíveis de diferentes níveis de riscos e liquidez. Uma carteira pode ter recebíveis performados, por exemplo, cartões de crédito (a operação já foi realizada), ou a performar, quando bens ou serviços terão entrega ou prestação futura (por exemplo, fornecimento de gás). A composição dos recebíveis, na carteira do FIDC, forma as características de riscos de um FIDC, como a capacidade do cedente originar novos recebíveis ou o risco de performance, relacionado à entrega do produto ou prestação de serviços. Além de recebíveis, os FIDCs possuem uma porção de ativos de liquidez imediata, como: caixa, títulos do Tesouro Nacional, títulos do Banco Central ou CDBs.

Em todo o processo de estruturação do FIDC, podem estar envolvidas até nove instituições, desde a origem até a distribuição de cotas, podendo uma única instituição exercer diferentes funções. Dentre essas instituições, destacam-se: a empresa originadora, o estruturador, as empresas de auditoria e as agências de classificação de riscos.

O início do FIDC ocorre com a empresa originadora, que, a partir de venda de produtos, contratos de prestação de serviços futuros ou até mesmo empréstimos ou financiamento de bens, gera recebíveis para a formação do ativo de um fundo. O estruturador é a segunda figura, que auxilia a originadora na escolha dos recebíveis que irão compor a carteira e as instituições que trabalharão no FIDC. Um escritório de advocacia é contratado para analisar a documentação, prospecto e regulamentos, além de responder pela parte jurídica do fundo.

A administração da carteira dos FIDCs é feita através de instituições financeiras: bancos, corretoras, Caixa Econômica Federal ou distribuidoras de títulos, sendo que a gestão poderá ser delegada a Pessoas Jurídicas autorizadas pela CVM.

Do Art. 34 da Instrução CVM nº. 356 consta uma série de obrigações da instituição administradora, dentre as quais se destacam:

- a. manter atualizada documentação relativa à operação dos fundos;
- b. receber rendimentos ou valores do fundo;
- c. entregar aos condôminos o regulamento do fundo e
- d. divulgar informações do fundo aos investidores e órgão fiscalizador.

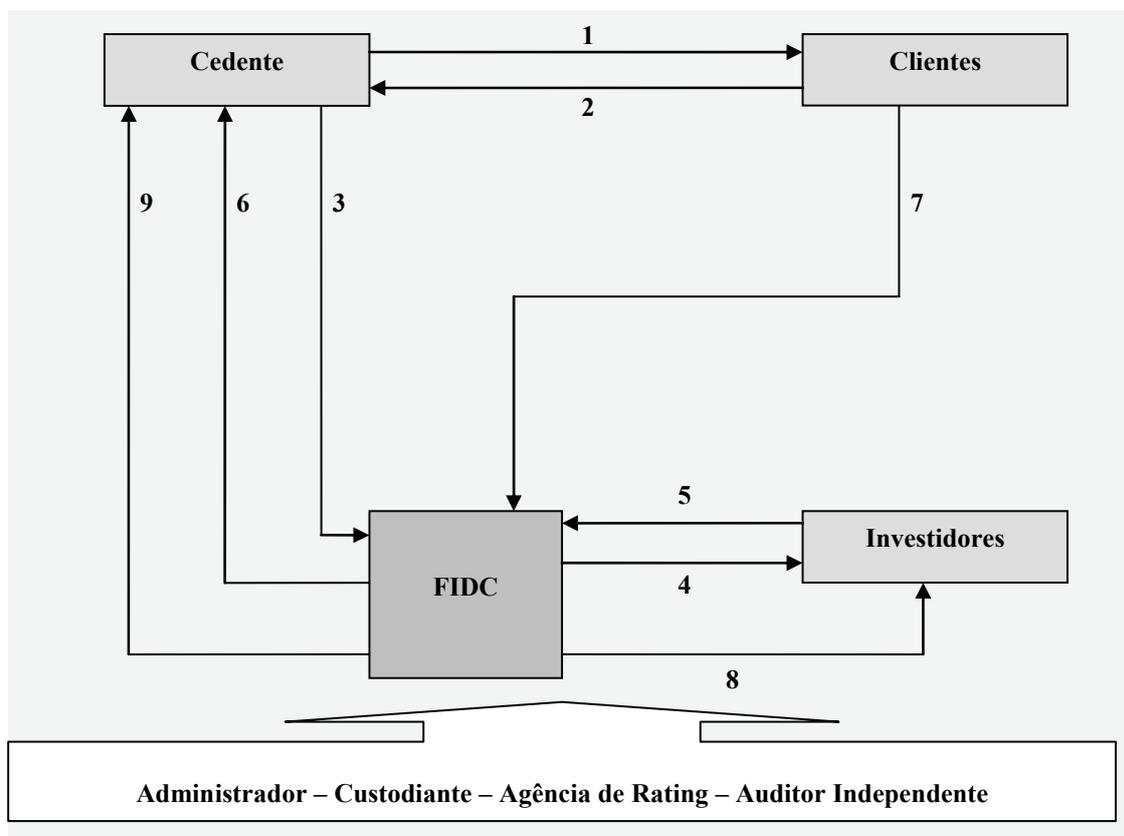
A empresa originadora, juntamente com o administrador, deverá escolher a empresa custodiante dos recebíveis, que deverá ser uma instituição credenciada na CVM. O custodiante concentra grande parte dos riscos na estrutura de um FIDC, por manter consigo as responsabilidades de:

- análise da documentação referente ao lastro, à validação, à liquidação física e financeira, à custódia, à cobrança e à guarda de documentação relativa aos recebíveis;
- validar os direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento do fundo e
- cobrar e receber, por conta e ordem de seus clientes, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos na conta de depósitos de cada um.

Devido às discussões dos custodiantes a respeito de suas responsabilidades, especialmente a autenticidade dos recebíveis, ocorreu a Audiência Pública nº. 11, de 2005, da CVM, alterando algumas das obrigações dos custodiantes, sendo a principal a possibilidade de se fazer a checagem do lastro por amostragem quando houver grande diversificação de devedores e elevado volume de créditos.

A avaliação de risco do fundo é realizada, no mínimo trimestralmente, por uma agência classificadora de riscos que deverá atualizar o *rating* das cotas destinadas aos investidores.

Para validar as demonstrações do fundo é realizada a contratação de auditoria independente que evidencia a concordância das operações com a política de investimento do fundo. Essas empresas de auditoria independente participam da estrutura de um FIDC, principalmente na comprovação do lastro entre os Direitos Creditórios em sua carteira com os papéis físicos armazenados pela empresa cedente. Também são responsáveis pela auditoria das informações divulgadas e das operações realizadas pelo fundo.



Quadro 1 – Resumo da Estrutura/Fluxo do FIDC

O fluxo dos FIDCs apresenta as seguintes etapas:

1. Empresas vendem produtos e serviços a clientes;
2. Clientes que geram direitos creditórios;

3. Empresas cedem direitos creditórios ao Fundo;
4. FIDC emite cotas;
5. Investidores adquirem cotas;
6. FIDC paga a cessão;
7. No vencimento dos recebíveis, os clientes pagam ao FIDC;
8. FIDC paga amortização e/ou resgate de cotas seniores e
9. FIDC paga amortização e/ou resgate de cotas subordinadas.

A estrutura do funcionamento de um FIDC, utilizada para desenvolvimento deste estudo, é basicamente formada por:

- a) O Originador, responsável por ceder os direitos creditórios, envia seus recebíveis para uma empresa de Rating, que avalia os riscos dos créditos;
- b) A empresa Custodiante é responsável por receber os ativos cedidos e efetuar a elegibilidade dos créditos, através de regras definidas na regulamentação do fundo. Fica, também, a seu encargo o recebimento dos créditos. Envia, constantemente, ao administrador informações sobre a performance dos FIDCs e realiza liquidação financeira e física dos direitos creditórios;
- c) O FIDC deverá ter sua carteira formada por 50% de investimento em direitos creditórios. A outra parte pode ser em títulos do governo, CDB entre outras opções disponibilizadas pela CVM. O fundo recebe recursos de cotistas para investir nos direitos creditórios. O rendimento é utilizado para pagamento aos seus cotistas, sendo o principal pago no resgate e
- d) O auditor independente fica responsável pela auditoria das demonstrações financeiras do fundo.

2.4. Distribuição de cotas dos FIDCs

Por tratar-se de um produto novo no mercado, considera-se que os agentes participantes da estrutura dos FIDCs se encontram em uma fase de aprendizado. Não há uma ampla divulgação de informações e existe um curto histórico da indústria. A diversidade de formato dos fundos, os graus de informação e qualidade dos documentos, dificultam os “testes” dos fundos em mercado.

Por conseqüência do seu grau de complexidade e níveis de riscos, os FIDCs têm como público-alvo apenas investidores qualificados, conforme Art. 3º da Instrução CVM nº. 356, que estabelece: “II. somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado;”. São considerados investidores qualificados:

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

Para a aquisição de cotas pelos investidores, é necessário aderir aos termos de adesão, conforme Instrução CVM nº. 356:

Art. 55 – É indispensável, por ocasião do ingresso do condômino no fundo aberto ou da subscrição de cotas dos fundos fechados, sua adesão aos termos do regulamento respectivo, cabendo à instituição administradora as responsabilidades de definir a forma e providenciar que seja efetiva tal adesão.

Aproximadamente 75%² dos FIDCs lançados no mercado são fechados, para que as empresas cedentes possam ter um *funding* por um determinado tempo. Através de uma

instituição financeira, os investidores adquirem cotas de FIDC no mercado primário. Essas cotas, pertencentes a uma pessoa física ou jurídica, poderão ser negociadas entre investidores no mercado secundário, utilizando-se de intermediário financeiro, bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

O registro de cotas de FIDC para colocação no mercado primário ou negociação no mercado secundário, pode ser efetuado na Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP) ou Bovespa.

A CETIP disponibiliza um ambiente eletrônico ágil, com flexibilidade às transações e baixo risco operacional para distribuição primária ou negociações secundárias das cotas de FIDC. A distribuição primária é realizada no módulo de distribuição de cotas (MDC), contemplando o depósito das cotas na conta do administrador e para os bancos coordenadores, a venda das cotas para os investidores e a transferência das cotas integralizadas para negociação no mercado secundário. Para o pagamento de amortizações, resgate das cotas, pagamento de rendimentos e retenção do IR, a CETIP mantém o Sistema de Custódia. A negociação de cotas do FIDC no mercado secundário pode ser realizada no mercado de balcão ou na plataforma eletrônica CetipNET.

Na Bovespa, a colocação de cotas do FIDC no mercado primário pode ser feita através dos sistemas da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC). A negociação no mercado secundário poderá ser através do Bovespa Fix (sistema eletrônico criado em 2001), ou pelo Soma Fix³.

2.5. Análise comparativa: FIDCs vs. SPEs

Anterior à criação dos FIDCs, uma forma para segregação dos riscos através de securitizações era a utilização das Sociedades de Propósitos Específicos (SPE), que adquiriam direitos creditórios das empresas originadoras e emitiam debêntures ou ações para financiá-las. Uma operação de securitização, no Brasil, envolve a participação dos seguintes agentes: Empresa Originadora, Sociedade de Propósito Específico (SPE) ou Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC).

A Empresa Originadora é a instituição que dá origem aos recebíveis, cedendo seu fluxo de caixa oriundo da prestação de serviços ou vendas ao veículo, podendo ser uma SPE ou um FIDC.

Uma das principais motivações que levam as empresas a acreditarem nos FIDCs, é a pulverização dos riscos, já que suas cotas seniores serão distribuídas no mercado, com mecanismos de mitigação de riscos, como cota subordinada e seguros de riscos específicos.

O FIDC tem, em seu ativo, uma composição idêntica à SPE, sendo que seu passivo é composto por classes de cotas, lastreando-as aos recebíveis que constitui o seu ativo.

Por tratar-se de fundos mútuos, os FIDCs não têm personalidade jurídica própria, não se enquadrando na condição de contribuintes de tributos e, assim, gozam de tratamento fiscal privilegiado em relação às SPEs, conforme Tabela 2.

Tabela 2. Vantagens fiscais comparativas entre os FIDCs e as SPEs

Aspectos / Tributos	FIDCs	SPEs
PIS/COFINS	Isento	9,25% sobre receita financeira
IR e CS sobre os lucros	Isento	Aprox. 34% do Lucro Líquido
IOF	Alíquota de 0%	1,2% sobre operação financeira
CPMF	Alíquota de 0%	0,38% no débito de transação em c/c
Resgate de Cotas pelos Investidores	20% sobre rendimento	20% sobre rendimento

Elaboração: Autores

3. GESTÃO DE RISCOS DOS FIDCs

3.1. Os Riscos Envolvidos nos FIDCs

Com a finalidade de pulverizar os riscos de manter recebíveis em seu ativo, as corporações estão optando pela criação de FIDCs que possuem uma estrutura capaz de distribuir os riscos no mercado. Devido à grande diversidade de empresas que formam FIDCs, os recebíveis são tratados de diferentes maneiras quanto à sua classificação e aos mecanismos para mitigação dos riscos.

Conforme Instrução CVM nº. 356, o patrimônio de um FIDC deve ser formado, no mínimo, por 50% em direitos creditórios:

Art. 40 - Após 90 (noventa) dias do início de suas atividades, o fundo deve ter 50% (cinquenta por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado por direitos creditórios, podendo a CVM, a seu exclusivo critério, prorrogar esse prazo por igual período, desde que o administrador apresente motivos que justifiquem a prorrogação.

O restante do patrimônio pode ser aplicado em outros papéis, conforme Parágrafo 1º do Artigo 40 da Instrução CVM nº. 356:

Observado o disposto no "caput" deste artigo, o FIDC pode aplicar o remanescente de seu patrimônio líquido em títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos de emissão de estados e municípios, certificados e recibos de depósito bancário e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS).

Apesar da exigência legal de que no mínimo 50% sejam investidos em direitos creditórios, os FIDCs existentes no mercado apresentam um investimento em recebíveis acima de 80%, aproveitando toda a estrutura e otimização de custos, aumentando o rendimento aos cotistas e pulverizando mais recebíveis da cedente.

A descrição dos fatores de riscos enquadra-se de acordo com a indústria de atuação do fundo. Portanto, conforme já demonstrado a imensa variedade de possibilidades de recebíveis para a formação de um FIDC, os fatores são diferentes entre os fundos, mas, geralmente, apresentam os pontos abaixo (TEIXEIRA, 2006):

- a) Risco de Mercado: os direitos creditórios adquiridos podem ser contratados a taxas préfixadas, sujeitas às oscilações do mercado. A ocorrência no Brasil, ou no exterior, de fatos extraordinários, de eventos políticos, econômicos ou financeiros, podem alterar essas taxas. A parcela do patrimônio do fundo não aplicado em direitos creditórios poderá ser aplicada em outros títulos, que podem não ter o rendimento necessário para fazer com que recursos do fundo sejam suficientes para pagar rendimentos aos titulares das cotas seniores.
- b) Risco de crédito: quando ocorre a aquisição de direitos creditórios pelo fundo, pode ser combinada com o cedente uma recompra (parcial ou total) dos recebíveis cujos devedores forem inadimplentes. Se por acaso não for combinada a recompra, ou apenas uma recompra parcial, e ocorrer casos de inadimplência, o fundo terá que suportar, em parte, ou na totalidade, os prejuízos dessa inadimplência, que poderia comprometer sua rentabilidade ou até mesmo acarretar perdas para o patrimônio. Cada FIDC possui sua peculiaridade quanto ao recebimento dos direitos creditórios. O BMG FIDC V, por exemplo, tem sua carteira formada de empréstimos concedidos a pensionistas e aposentados, que fazem o pagamento com recursos descontados dos seus benefícios. A inadimplência pode ocorrer na inoccorrência dos descontos, falecimento da pessoa ou por não pagamento do benefício. No caso desse FIDC, consta de seu regulamento que o fundo deve suportar esses prejuízos, o que pode afetar sua rentabilidade. O FIDC CESP diferencia-se do FIDC BMG por tratar-se de uma empresa em que seus recebíveis são oriundos do fornecimento de energia elétrica, ou seja, recebíveis a performar. Fatores como o ocorrido em 2001, como a escassez de energia elétrica, podem

acarretar o não cumprimento das obrigações da cedente com os consumidores, comprometendo os direitos creditórios do fundo.

- c) Risco de liquidez: o mercado secundário brasileiro apresenta baixa liquidez, sendo assim, os cotistas terão dificuldades em negociar cotas nesse mercado, uma vez que o administrador não está obrigado a adquiri-las de cotistas interessados em resgates antes do prazo de duração. A parcela do Patrimônio Líquido, não aplicada em direitos creditórios, poderá ser aplicada em várias modalidades de títulos e aplicações financeiras, que podem vir a se mostrar ilíquidos, seja por ausência de mercado secundário ativo ou atraso no pagamento por parte do respectivo emissor, afetando a liquidez esperada pelos cotistas. Se um fundo for liquidado antecipadamente, poderá não dispor de recursos para pagamento aos cotistas (os recebíveis podem ainda não ser exigíveis dos devedores), não garantindo, assim, a liquidez para o cotista.
- d) Riscos operacionais: os documentos relativos aos direitos creditórios do fundo podem conter irregularidades como falhas na elaboração, cobrança, fixação da política de crédito e controles internos. Por esses motivos, a cobrança de devedores pode se tornar demorada, deixando o fundo por longa data sem receber recursos dos direitos creditórios, podendo causar prejuízo patrimonial. Até a data de auditoria ou *rating* periódicos, os documentos de direitos creditórios podem estar irregulares, em pleno exercício do fundo. A cobrança dos recebíveis depende da atuação diligente do cedente e do Agente de Cobrança, que, se por acaso cometer falha como receber menos recursos que o devido, pode levar à queda de rentabilidade ou patrimonial do fundo.
- e) Outros riscos: talvez um risco a que o fundo esteja sujeito é o de fraudes nos processos de cessão contra os credores ou nos processos envolvendo a execução de cobranças. Em alguns regulamentos, pode-se observar a isenção de garantias das empresas envolvidas (administrador, cedente e custodiante), podendo ocorrer perda total de capital investido pelos cotistas. O FIDC também pode ter suas cotas resgatadas ou amortizadas antes da data estipulada nos regulamentos. Poderá também, ocorrer a liquidação antecipada, decidida em assembléia pelos cotistas. Esses fatores podem acarretar um rendimento inferior ou nulo aos esperados pelos cotistas.

Diversos mecanismos para a mitigação de riscos são aplicados na estruturação de um FIDC. Os recebíveis cedidos para o fundo passam por um vasto processo de análise, começando pelas empresas classificadoras de riscos e depois analisados pelos sistemas dos custodiantes. Sua estrutura jurídica contribui para minimizar os riscos, tal como a venda irrevogável de recebíveis para o fundo, a segregação do risco do cedente, a possibilidade de substituição dos recebíveis e a garantia/coobrigação do cedente. Um ponto importante a ser mencionado é a escolha das empresas envolvidas no processo, sendo essencial que sejam confiáveis, com reputação no mercado, experiência em securitização e capacidade de absorver impactos negativos por erros.

A estrutura de classes das cotas do FIDC é criada de forma a mitigar riscos, dividindo-se entre cotas seniores e subordinadas. As cotas seniores geram rentabilidade aos seus cotistas, tendo prioridade nos resgates e amortizações. As cotas subordinadas acabam assumindo os riscos do fundo, caso a rentabilidade da sênior seja abaixo da estipulada no regulamento.

Quando da criação dos primeiros FIDCs, os investidores ainda tinham um certo receio se os mecanismos para mitigação dos riscos seriam suficientes para evitar enormes perdas. Surgiram suposições como o não pagamento por parte dos devedores da empresa cedente, falhas no *rating* e problemas com a empresa cedente.

Um exemplo foi a crise do grupo Parmalat em novembro de 2003, que possuía um FIDC no mercado nacional. No ano seguinte, a filial brasileira entra em intervenção judicial com o objetivo de evitar a falência, período em que foram realizadas concordatas e negociações com os credores. A crise na empresa cedente gerou dúvidas aos investidores, que, apesar de todos os mecanismos de mitigação de riscos, acreditavam que poderia resultar no fracasso do fundo, porém não foi isso que se observou. Mesmo com toda a situação, os cotistas decidiram, em assembléia, um resgate antecipado das cotas seniores, abrindo mão dos rendimentos futuros, mas sem perdas até aquela data. A cota subordinada, mantida pela empresa cedente, demonstrou, nesse caso, ser um mecanismo importante para minimizar perdas, pois os recebíveis não liquidados na cota sênior foram assegurados pelos recursos depositados na cota subordinada.

3.2. Classificação de Riscos

Os créditos cedidos para a formação de um FIDC são, inicialmente, analisados por agências classificadoras de riscos, que atribuem *ratings* às cotas de acordo com a escala de riscos brasileira e internacional, conforme art. 3º da Instrução CVM nº. 356 que estabelece “cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País”.

Os relatórios apresentados pelas Agências Classificadoras de Riscos apresentam as características da estrutura do fundo, porém os investidores devem atentar ao fato de que certos fatores relacionados ao fundo não são analisados, como os processos diários que ocorrem dos pagamentos de recebíveis.

As classificações de riscos são opiniões das empresas classificadoras sobre a capacidade dos emissores em honrar seus compromissos financeiros. O fato de receber boas classificações significa ter menor probabilidade de inadimplência, independentemente do cenário em que se encontra. Os *ratings* são atribuídos em escalas Nacionais e Globais, porém não se devem comparar as classificações entre países diferentes. O uso do *rating* nacional pelo investidor é apropriado apenas no mercado local de determinado país, de acordo com as características do seu mercado financeiro. Os critérios utilizados pela agência classificadora são diversos, incluindo os tradicionais como qualidade de administração, posição de mercado e diversificação, flexibilidade financeira, transparência e habilidade de cumprimento das obrigações financeiras. É levada em conta a vulnerabilidade ao ambiente externo no ambiente político ou monetário.

Devido à diversidade da indústria de FIDCs, os fatores utilizados para atribuição dos níveis de riscos são os mais variados possíveis. Para essa pesquisa, foram utilizados, como exemplos dois FIDCs: o ibiTrust FIDC (financiamento dos cartões das lojas C&A) e BMG FIDC V (empréstimos pessoais cedidos pelo Banco BMG), ambos analisados pela empresa Moody's, classificadora de riscos.

O ibiTrust é um FIDC constituído sob a forma de condomínio fechado, para investidores qualificados, com um prazo estimado de 10 anos. O fundo emitiu cotas seniores e subordinadas, sendo que as cotas seniores deverão constituir um máximo de 80% do patrimônio do fundo. O *rating* atribuído ao fundo ibiTrust foi de Aaa.br (escala nacional) e Baa3 (em escala global). Para atribuição desses, foram utilizados alguns critérios como:

- a) Suporte de crédito de 20% proporcionado por cotas subordinadas;
- b) Manutenção de *spread* mínimo de 18%, para cobrir riscos de perdas;
- c) Reserva de caixa para cobrir 100% da próxima amortização programada de principal e rendimentos nas cotas seniores;
- d) A capacidade do Banco Itaú de atuar como custodiante do Fundo e
- e) Estrutura jurídica e legal da operação, sem a possibilidade de falência do fundo.

Os critérios selecionados para esse fundo podem ser aplicados para outros, com um ramo de atuação semelhante do cedente dos créditos ao ibiTrust. O *rating* é fundamentado

através de análises nos processos da empresa. No caso do ibiTrust, inicialmente foi analisado o processo de formação dos cartões, como são solicitados e a forma como são aprovados. Verificou-se o processo de aprovação e monitoramento de crédito para os clientes, que é realizado através de sistema informatizado, validando clientes nas agências de crédito (Serasa e SPC). Também são verificados pela agência classificadora: as práticas de cobrança, os procedimentos para cobrança de contas em atraso e os critérios de elegibilidade que o custodiante irá aplicar.

Da mesma forma, o fundo BMG FIDC V, também, obteve classificações de *rating* Aaa.br (escala nacional) e Baa3 (escala global). As cotas do fundo são lastreadas pelos fluxos de caixa provenientes do pagamento mensal de empréstimos pessoais concedidos pelo banco BMG. Alguns dos critérios utilizados para a atribuição dos *ratings* foram:

- a) Suporte de crédito de 17% proporcionado por cotas subordinadas;
- b) Manutenção de *spread* mínimo de 3,5% (anual), para cobrir riscos de perdas;
- c) Critérios rígidos de elegibilidade para a aquisição de ativos;
- d) A qualidade de crédito da carteira de empréstimos do Banco BMG e
- e) A estrutura jurídica da operação, com remota possibilidade de falência do fundo.

A análise da agência classificadora foi focada, principalmente, na forma de origem e concessão de créditos, e nos seus respectivos riscos. Inicialmente podem ocorrer falhas no repasse de valores das entidades pagadoras ao banco, porém o banco BMG foi considerado como uma instituição experiente em cobrança de empréstimos pessoais, já que a modalidade é responsável por mais de 90% da carteira de empréstimos do Banco.

Tabela 3 – Escala de classificação de riscos da Moody's

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

Fonte: Moody's (www.moodys.com.br)

A escala de classificação de riscos pela Moody's é apresentada na Tabela 3, podendo ocorrer diferença de nomenclatura entre as agências classificadoras. O modificador “n” significa a nação relevante, por exemplo, Aaa.br para o Brasil ou Aaa.mx para o México.

3.3. Mitigação de Riscos nos FIDCs

No processo de estruturação de um FIDC, todas as empresas envolvidas possuem responsabilidade quanto ao risco daquele fundo. A escolha dos parceiros para a formação é extremamente importante no processo, sendo de bom senso optar pelas empresas consideradas de melhor reputação no mercado, definidas como “parceiros de primeira linha”.

De todas as empresas que participam da estruturação de um FIDC, o custodiante tem a maior parte de gerenciamento dos riscos. A empresa escolhida carrega atribuições como analisar a evidência do lastro dos direitos creditórios com a carteira, validar os recebíveis de acordo com os critérios de elegibilidade (estabelecidos no regulamento do fundo) e realizar a liquidação física e financeira dos direitos creditórios.

Por se enquadrar em uma modalidade de investimento recentemente instituída no mercado, os investidores devem avaliar com muita atenção as peculiaridades do fundo, principalmente no que diz respeito aos riscos de liquidez dos direitos creditórios, amortização das cotas e liquidação do fundo. Dependendo de fatores externos, as peculiaridades de um fundo podem trazer conseqüências negativas ao Patrimônio Líquido, muitas vezes transformando-o num investimento ilíquido. O regulamento de um FIDC deve ser analisado, minuciosamente, pelos investidores. Por se constituir em um documento rico em detalhes, os investidores devem atentar, especialmente, para as políticas de investimentos do fundo, os fatores de riscos, os critérios de elegibilidade, a amortização de cotas, as taxas de administração, entre outros.

As empresas administradoras são obrigadas a definir no regulamento do fundo os limites de risco para o investidor. Deve constar também autorização para resgates antecipados quando ocorrer algum acontecimento que possa resultar em perdas para os investidores, como o não pagamento de amortização, pedido de falência ou concordata da cedente, aumento da inadimplência, queda do *rating* etc.

O investidor que optar pelo FIDC, terá disponível no regulamento do fundo, além da classificação de riscos das cotas (*rating*), uma explicação sobre os fatores de riscos de crédito, mercado e os demais riscos envolvidos, conforme Inciso XVI acrescentado pela Instrução CVM nº. 393 “§ 1º que dispõe:

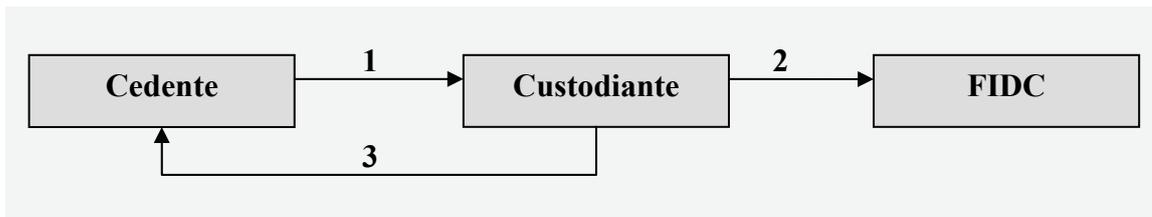
A definição da política de investimento deve especificar: I. As características gerais de atuação do fundo, entre as quais os requisitos de composição e de diversificação da carteira, os riscos de crédito e de mercado e os demais riscos envolvidos.

O processo de cessão de direitos creditórios para o fundo demanda atenção especial do custodiante. A tarefa envolve a empresa cedente, que envia uma lista dos direitos creditórios ao custodiante através de arquivo eletrônico e recebe um retorno sobre o sucesso ou não da inclusão desses recebíveis no fundo. A determinação da quantidade de direitos creditórios que um fundo pode receber deve seguir sua política de investimento.

Com o objetivo de mitigar riscos no recebimento dos direitos creditórios pela cedente, alguns custodiantes contam com sistemas informatizados capazes de filtrar os recebíveis que podem participar do fundo. Os sistemas seguem as especificações que estão nos “Critérios de Elegibilidade”, contidas no regulamento do fundo. Esses critérios devem constar de alguma cláusula do regulamento e devem ser atendidos, para que os Direitos Creditórios sejam passíveis de cessão ao fundo. A obrigação do custodiante de seguir os critérios de elegibilidade consta como uma de suas obrigações, conforme art. 38 da Instrução CVM nº 356 que estabelece “II. validar os direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento do fundo;”.

Os critérios de elegibilidade nos FIDCs variam de acordo com os diferentes tipos de Direitos Creditórios existentes, porém, os custodiantes devem estar preparados para os recebíveis e tratar suas peculiaridades de forma que se enquadrem nos critérios. A forma para aceitar ou não os recebíveis pode ser feita de maneiras diferentes, porém deve sempre seguir os critérios contidos no regulamento do fundo. Se o custodiante não conta com sistema informatizado para essa tarefa, deverá verificar, manualmente, esse lastro.

A rotina de recebimento dos direitos creditórios pode ser explicada através do quadro abaixo:



Quadro 2 – Cessão de Direitos Creditórios

O Quadro 2 apresenta o fluxo resumido da cessão de recebíveis, de acordo com as seguintes etapas:

1. A empresa Cedente envia ao Custodiante o documento com relação dos Direitos Creditórios cedidos ao fundo;
2. Se os Direitos Creditórios cedidos passaram pelos Critérios de Elegibilidade, passam a constituir patrimônio do FIDC e
3. Se os Direitos Creditórios cedidos não foram aprovados nos Critérios de Elegibilidade, voltam para a empresa cedente.

Em uma empresa custodiante, cada FIDC tem sua forma de tratamento quanto à aceitação de Direitos Creditórios para formação de seu patrimônio. Se o custodiante trabalha esse filtro através de um sistema informatizado, ele deve ser ajustado para cada FIDC que inicia suas atividades. Existem algumas semelhanças entre FIDCs que fazem parte de uma mesma indústria (recebíveis oriundos de empréstimos, por exemplo) e, nesse caso, os critérios de elegibilidade também são semelhantes. Esse tratamento diferencial que cada FIDC recebe é importante na mitigação dos riscos para que não seja permitida a entrada de recebíveis que não se enquadrem no regulamento do fundo.

Se um Direito Creditório não atender a todos os critérios de elegibilidade, voltará para a empresa cedente que tem a opção de ajustá-lo para que se enquadre às exigências do fundo ou apenas retornar ao seu ativo.

A maioria dos FIDCs utiliza um critério de elegibilidade em comum, que é o que trata do percentual que cada devedor dos direitos creditórios pode ter no patrimônio do fundo. Como um dos objetivos da criação do FIDC é a pulverização de riscos, evita-se a concentração de recebíveis em poucos devedores. Se ocorrer inadimplência, a chance de perda patrimonial é muito maior com um número reduzido de devedores, até mesmo pelo próprio princípio da diversificação. Portanto, é definido, no regulamento do fundo, o percentual aceito e esse deve ser rigidamente seguido pelo custodiante ao selecionar os direitos creditórios cedidos ao fundo. Exemplo desse critério é o que o FIDC Perdigão define no Parágrafo 4º do Capítulo IV de seu regulamento:

O Fundo não poderá alocar recursos em montante superior a 10% (dez por cento) de seu patrimônio líquido em direitos creditórios de um mesmo sacado, ou de empresas pertencentes a um mesmo grupo econômico, ficando entendido, ainda, que os recursos investidos em direitos creditórios junto aos quatro maiores devedores do fundo não poderá representar, a qualquer momento, mais do que vinte por cento do patrimônio líquido do fundo.

Um outro critério que, geralmente, é utilizado para a aceitação de recebíveis é o relativo à situação de adimplência financeira do devedor na SERASA ou no SPC. A não aceitação de devedores com apontamentos negativos em uma dessas instituições contribui para a formação de uma carteira mais segura, com menores riscos de inadimplência. Há, também, apontamentos que o cliente não deve estar em processo de falência, recuperação judicial ou qualquer processo similar.

Em grande parte dos regulamentos, também se pode encontrar um prazo de vencimento para os Direitos Creditórios, que serão aceitos para formação do Patrimônio Líquido do fundo. Há um limitador de prazo máximo de vencimento e também de mínimo. O FIDC Motorola, por exemplo, limita os vencimentos de seus recebíveis da seguinte forma:

não podem ser superiores a 180 dias contados da data de aquisição do direito pelo fundo e não devem ser inferiores a 8 dias contados da respectiva data de aquisição do direito pelo fundo.

O Custodiante deverá formar, de acordo com especificação no regulamento do fundo, uma Provisão para Devedores Duvidosos (PDD), para eventuais devedores que venham a não liquidar o pagamento no prazo. A forma e limitação de prazos para a utilização da PDD, também, são especificadas no regulamento do fundo.

Como o custodiante deve manter o lastro entre a carteira do fundo e os comprovantes dos recebíveis, esse deve realizar periodicamente (em geral é semestralmente) uma auditoria por amostragem na cedente e no ambiente que mantém os documentos comprobatórios, com a finalidade de verificar a existência dos documentos e o cumprimento das obrigações do cedente com relação à sua guarda e organização. Apesar da auditoria periódica, o custodiante não consegue garantir que a carteira do fundo não contenha direitos creditórios com irregularidades, que poderão acarretar problemas de inadimplência de alguns recebíveis para o fundo durante seu exercício. Se, por acaso, os índices de monitoramento do fundo apresentarem quedas expressivas, de acordo com o estabelecido, o custodiante poderá interromper compras de direitos creditórios até que a pendência seja regularizada pela cedente.

Com a finalidade de reduzir riscos e garantir a liquidez dos direitos creditórios para o fundo, os custodiantes trabalham com relatórios que podem ser emitidos diariamente, como o giro da carteira, o índice de inadimplência e a liquidez dos recebíveis. Esses relatórios são disponibilizados para o Administrador e o Cedente do fundo e, caso os índices atingidos não sejam os esperados, pode ocorrer a convocação de assembléia de cotistas.

A tabela 4 demonstra pontos positivos e negativos com relação aos aspectos encontrados na comparação dos FIDCs com as SPEs, não apenas na questão dos benefícios tributários, mas nos riscos envolvidos no processo, praticidade, rapidez na implantação, dentre outros.

Tabela 4. Vantagens comparativas entre os FIDCs e as. SPEs

Aspectos	FIDCs	SPEs
PIS/COFINS	Positivo	Negativo
IR e CS sobre os lucros	Positivo	Negativo
IOF	Positivo	Negativo
CPMF	Positivo	Negativo
Risco de Mercado	Positivo	-
Risco de Crédito	Positivo	-
Risco de Liquidez	Positivo	-
Riscos Operacionais	Positivo	-
Praticidade	Positivo	Negativo
Rapidez Implantação	Positivo	Negativo
Rentabilidade	Positivo	Positivo
Proteção aos investidores	Positivo	Negativo
Facilidade no cálculo de cotas	Negativo	Positivo

Elaboração: autores

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa demonstrou a estrutura de riscos envolvendo os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), como inicialmente proposto. Foram apresentadas a forma de montagem desses fundos, as empresas envolvidas no processo e todo o trabalho que objetiva a mitigação de riscos.

Como alternativa às Sociedades de Propósitos Específicos (SPEs), os FIDCs estão demonstrando ser uma ferramenta eficiente para a securitização de ativos das empresas no mercado nacional. As vantagens, principalmente com relação aos tributos, têm atraído cada vez mais empresas originadoras e investidores. A introdução dos FIDCs proporcionou a um

grande número de empresas, de pequeno e médio porte, o acesso ao mercado de capitais de forma viável, proporcionando uma alternativa ao financiamento bancário, que é oneroso e burocrático.

A estrutura criada para o FIDC, se bem definida, pode proporcionar uma grande diluição de riscos. Se for bem desenvolvida, permite praticamente uma blindagem contra o risco de inadimplência, permitindo *ratings* elevados para as cotas e tornando-se uma opção atrativa para investidores que procuram obter retorno maior que os ativos tradicionais, como fundos DI e de renda fixa.

Das empresas envolvidas no processo de formação e durante o período de exercício de um FIDC, o custodiante tem um papel fundamental na gestão dos riscos envolvidos. É de sua responsabilidade receber a documentação dos direitos creditórios cedidos, analisar as suas características e adicionar à carteira do fundo, caso atenda todos os itens descritos nos critérios de elegibilidade.

Com o objetivo de mitigar riscos, as cotas dos FIDCs são submetidas, frequentemente, a agências classificadoras de riscos, que atribuem *ratings*, auxiliando o investidor quanto ao risco naquele investimento. As empresas de auditoria independente também participam dos processos, analisando os lastros entre a carteira do fundo e os documentos comprobatórios dos recebíveis.

Apesar de toda essa estrutura que fornece suporte aos FIDCs, eles começaram de uma forma muito lenta no mercado nacional, devido em parte à falta de confiança de investidores e à incerteza das empresas quanto aos riscos envolvidos. O caso do Fundo da Parmalat, apresentado na pesquisa, demonstrou que o FIDC pode ser uma aplicação segura, mesmo com toda a crise mundialmente sofrida pela empresa cedente, os investidores do fundo efetuaram sua liquidação e fizeram os resgates sem perdas de patrimônio, desde que apresente um regulamento cauteloso e bem elaborado.

Como o presente trabalho se limitou a estudar a estrutura criada para mitigação de riscos dos FIDCs, sugere-se, para futuras pesquisas, a análise de rentabilidade e ganhos tributários desses fundos, principalmente numa abordagem comparativa com as Sociedades de Propósitos Específicos (SPEs).

Os FIDCs devem continuar crescendo no mercado nacional, contando com ferramentas informatizadas cada vez mais eficientes para controle de riscos, principalmente as relacionadas com a inadimplência. Ao mesmo tempo, os ativos lastreados aos FIDCs deverão continuar sendo, em sua maioria, os empréstimos consignados, duplicatas mercantis, fluxos futuros, financiamento de veículos e créditos diretos ao consumidor. Pressupõe-se, também, um maior interesse dos investidores institucionais, que procuram oportunidades de diversificação em um ambiente hoje dominado por títulos públicos.

REFERÊNCIAS

- ANDIMA, CETIP. Produtos de Captação: FIDC: **Fundo de investimento em direitos creditórios. Estudos Especiais**. São Paulo, 2006, 84 p.
- ANDRADE, Maria Margarida de. **Introdução à metodologia do trabalho científico**, 4. ed. São Paulo: Editora Atlas, 1999.
- ANDREZO, Andrea F. e LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro aspectos conceituais e históricos**. São Paulo: Atlas, 2007.
- BARRETO, Luis, WATANABE, Roberto. **Fundo de investimento em direitos creditórios BMG FIDC V – Crédito consignado – Série 2006-1 – Relatório Preliminar de Nova Emissão – Moody's Brasil**. Junho de 2006.
- BARRETO, Luis, WATANABE, Roberto. **IbiTrust Fundo de investimento em direitos creditórios financeiros – Relatório Preliminar de Nova Emissão – Moody's Brasil**. Dezembro de 2005.

- BRASIL. **Instrução CVM nº 356**, de 17 de dezembro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e de Fundos de Investimentos em Cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios.
- BRASIL. **Instrução CVM nº 393**, de 22 de julho de 2003. Altera a instrução nº 356, de 17 de dezembro de 2001, que regulamenta a constituição e o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e de Fundos de Investimentos em Cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios.
- BRASIL. CVM. **Regulamento do BMG FIDC Créditos Consignados V**. Comissão de Valores Mobiliários, 11 de agosto de 2006.
- BRASIL. CVM. **Regulamento do FIDC CESP**. Comissão de Valores Mobiliários, 30 de dezembro de 2004.
- BRASIL. CVM. **Regulamento do FIDC Motorola Industrial**. Comissão de Valores Mobiliários, 28 de setembro de 2006.
- BRASIL. CVM. **Regulamento do Pão de Açúcar FIDC**. Comissão de Valores Mobiliários, 28 de outubro de 2005.
- BRASIL. CVM. **Regulamento do Perdigão FIDC**. Comissão de Valores Mobiliários, 18 de outubro de 2005.
- CHAIA, Alexandre Jorge. **Modelos de gestão do risco de crédito e sua aplicabilidade ao mercado brasileiro**. São Paulo, Junho de 2003. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP (Dissertação de Mestrado).
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 16ª Edição – Rio de Janeiro – Qualitymar Ed., 2005, 848 p.
- LIMA, Iran Siqueira et al. (Coord.). **Curso de mercado financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2006.
- LIMA, Iran Siqueira; LISBOA, Lázaro Plácido; LOPES, Alexandro Broedel; ANTUNES, Maria Thereza Pompa; HAJI, Zaina Said El. **Fundos de investimentos: aspectos operacionais e contábeis** – São Paulo - Editora Atlas, 2004, 242 p.
- MEIRELLES, José Carlos Junqueira S.; CARDOSO, Gustavo D’Acol; BENTIVEGNA, Ernrico Jucá. **Securitização de recebíveis**. In: Palestra Pinheiro Neto Advogados, São Paulo, 2002.
- PENTÁGONO S/A DTVM. **SPC vs. FIDC**. Fev/2003. Disponível em: <<http://pentagonotruster.com.br/download/spc.pdf>>. Acesso em 20/10/2006.
- ROCHA, Janes. **Fundos de recebíveis**. Valor Financeiro Nov/2003. Disponível em: <http://www.acionista.com.br/mercado/fidc_valor_investe_nov03.htm>. Acesso em 02/10/2005.
- TEIXEIRA, Odilon Ferraroni. **As condições de liquidez no mercado secundário dos fundos de investimento em direitos creditórios**. São Paulo, 2006. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (Dissertação de Mestrado).
- VEDROSSI, Alessandro Olzon. **A securitização de recebíveis imobiliários: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil**. São Paulo, 2002, 111p.

¹ Termo utilizado por agências classificadoras de riscos, para definir a classificação da empresa.

² Em relação ao total de ofertas da Tabela 1.

³ Balcão organizado criado em 2003.