

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

TADEU DE OLIVEIRA ARANTES

FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS:
uma análise descritiva e histórica

UBERLÂNDIA
AGOSTO DE 2022

TADEU DE OLIVEIRA ARANTES

**FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS:
uma análise descritiva e histórica**

Monografia apresentada à Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Profa. Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz

**UBERLÂNDIA
AGOSTO DE 2022**

TADEU DE OLIVEIRA ARANTES

Fundos de investimento em direitos creditórios: uma análise descritiva e histórica

Monografia apresentada à Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Banca de avaliação:

Prof. Dr. Vanessa da Costa Val Munhoz

Prof. Dr. Germano Mendes de Paula

Prof. Dr. Guilherme Jonas Costa da Silva

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo realizar uma análise descritiva e histórica do principal instrumento de securitização do mercado brasileiro: o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Para isso, no primeiro capítulo é abordada a história da securitização desde o seu início, no mercado norte americano e brasileiro, e ainda é realizada uma revisão da literatura sobre securitização e desintermediação financeira. O segundo capítulo explora o funcionamento de um FIDC e os principais *players* envolvidos na sua constituição, assim como suas principais vantagens e desvantagens. O terceiro capítulo faz uma análise histórica e do panorama atual do produto, a partir de dados obtidos em agências reguladoras e consultorias especializadas. Por fim, foi possível perceber que apesar da evolução recente do produto, o FIDC ainda representa uma fatia pequena da indústria de fundos de investimentos. Não obstante, verificou-se que o produto é concentrado entre investidores institucionais e de alta renda, devido a fatores como a complexidade de sua estrutura, limitações normativas e mercado secundário pouco líquido.

Palavras-chave: Securitização. Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. Mercado de Capitais. Crédito Estruturado.

ABSTRACT

The present work aims to perform a descriptive and historical analysis of the main securitization instrument of the Brazilian market: the Credit Rights Investment Fund (FIDC). For this, the first chapter addresses the history of securitization since its emergence in the North American and Brazilian market, and also, a review of the literature on securitization and financial intermediation is carried out. The second chapter explores the functioning of a FIDC and the main players involved in its constitution, as well as its main advantages and disadvantages. The third chapter makes a historical analysis and the current product landscape, from data obtained from regulatory agencies and specialized consultancies. Finally, it was possible to realize that despite recent product developments, FIDC still represents a small share of the investment fund industry. Nevertheless, it was found that the product is concentrated among institutional and high-income investors, due to factors such as the complexity of its structure, regulatory limitations and a secondary market with low liquidity.

Keywords: *Securitization, Credit Receivables Investment Fund, Capital Markets, Structured Credit.*

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Estrutura de funcionamento de um FIDC.....	11
Gráfico 1 - FIDC – Evolução Patrimônio Líquido e Número de Fundos 2003-2022.	17
Gráfico 2 – Desembolso BNDES (2003-2021) (Acumulado 12 meses).....	18
Gráfico 3 - Distribuição por classe de fundo de investimento (2017-2022).	20
Gráfico 4 - Novas emissões de produtos securitizados (2017-2021)	20
Gráfico 5 - Volume transacionado no mercado secundário 2017-2021.	21
Gráfico 6 - FIDC: Distribuição por setor.....	22
Gráfico 7 - FIDC: Distribuição por Ativo-Lastro.....	23
Gráfico 8 - FIDC: Distribuição de cotas por detentor.	23

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
2 CAPÍTULO 1: SECURITIZAÇÃO	2
2.1 Origem da securitização nos Estados Unidos.....	2
2.2 Origem da securitização no Brasil	4
2.3 Conceitos.....	5
3 CAPÍTULO 2: FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS.....	7
3.1 Estrutura.....	9
3.2 Funcionamento do FIDC.....	11
3.3 Vantagens da securitização via FIDCs.....	12
3.3.1 Acessibilidade ao mercado de capitais.....	13
3.3.2 Melhora no balanço patrimonial	13
3.3.3 Vantagem tributária.....	13
3.3.4 Melhora das relações comerciais com clientes	14
3.3.5 Segregação dos recebíveis do patrimônio da empresa	14
3.3.6 Pulverização do risco	14
3.3.7 Estrutura de garantias.....	15
3.3.8 Avaliação de riscos e governança	15
3.4 Riscos e Desvantagens	15
4 CAPÍTULO 3: PANORAMA DA INDÚSTRIA.....	17
4.1 Evolução histórica.....	17
4.2 Panorama Atual	22
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	24
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	26

1 INTRODUÇÃO

O advento da securitização constituiu uma das mais importantes inovações financeiras das últimas décadas, ao passo que trouxe mais dinamismo para o mercado de crédito e conseqüentemente para toda a economia. Com esse processo, os passivos dos devedores passaram a ser negociáveis em forma de valores mobiliários no mercado de capitais, de modo que os bancos deixaram de exercer papel fundamental na intermediação de operações creditícias, e o mercado de capitais passou a desempenhar essa função. Assim, os bancos não precisavam mais dispor de recursos próprios para realizar operações de créditos e carregá-las em seu balanço até o vencimento, nem mesmo tomar o risco crédito.

Esse processo se inicia nos Estados Unidos na década de 1980, capitaneado pelo mercado hipotecário e por agências públicas, mas rapidamente se torna popular em todo sistema financeiro global. Apesar de trazer diversos benefícios, a securitização de recebíveis também insere novos riscos sistêmicos, que inclusive exercem protagonismo na crise financeira de 2008, obrigando agências regulatórias a voltar a atenção para esse mercado e a aumentar a regulamentação.

No Brasil, a securitização tem início nos anos 1990, mas ganha tração apenas nos anos 2000, com a criação dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC). O FIDC impulsiona o mercado de securitização no Brasil por ser um instrumento flexível que permite realizar operações em diversos segmentos da economia em uma estrutura *tailor-made*. Com mais de R\$ 340 bilhões em patrimônio líquido em 2022, o produto é o principal instrumento de securitização do mercado nacional (ANBIMA, 2022).

A presente monografia tem o objetivo de entender a fundo o funcionamento desse instrumento de securitização, abordando suas principais características e, ainda, realizar uma análise da indústria de FIDCs no Brasil sob uma perspectiva histórica e atual.

Para isso, o trabalho é dividido em três capítulos. No primeiro, é analisada a evolução da securitização desde o surgimento, no mercado norte americano e brasileiro. Além disso, é realizada uma revisão da literatura sobre securitização e desintermediação financeira. O segundo capítulo busca entender o funcionamento de um FIDC e os principais *players* envolvidos na sua constituição, assim como suas principais vantagens e desvantagens. Por fim, o terceiro faz uma análise histórica e do panorama atual do produto, a partir de dados obtidos em agências reguladoras e consultorias especializadas.

2 CAPÍTULO 1: SECURITIZAÇÃO

2.1 Origem da securitização nos Estados Unidos

O Sistema Financeiro Internacional passou por grandes alterações nas últimas décadas, com as inovações financeiras ocupando papel importante nas estratégias de ampliação dos ativos das instituições, assim como na gestão de seu passivo. Uma das principais inovações que trouxe nova dinâmica para o sistema, foi o processo de securitização.

Até o começo dos anos 1980, os bancos norte-americanos carregavam em seus balanços os empréstimos concedidos até o vencimento, se apropriando do risco de crédito e despendendo capital. Com a maior preocupação das autoridades de regulamentação nos requisitos de liquidez e de capital, que suscitou no Acordo de Basileia¹ de 1988, e a definição de um coeficiente de capital mínimo de 8% dos ativos ponderados pelo risco, os bancos passam a utilizar de forma crescente a securitização como instrumento de administração de balanço. (FREITAS e CINTRA¹, 2008).

O mercado de securitização norte-americano foi impulsionado a partir da securitização de hipotecas, as chamadas *mortgage-backed securities*. Destaca-se, para seu desenvolvimento, ações deliberadas pelo poder público dos EUA, que buscava amadurecer o mercado secundário de hipotecas buscando atrair novos investidores e recursos financeiros. Para isso, foram criadas 3 agências para fomentação desses títulos: *Federal National Mortgage Association* (FNMA), *Government National Mortgage Association* (GNMA) e *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC). Essas agências tinham como objetivo a criação de liquidez para a comercialização de hipotecas e também forneciam credibilidade aos investidores, os quais acreditavam que apesar dessas instituições não serem suportadas pela fé e créditos plenos do governo dos EUA, não as deixariam entrar em *default* (CARNEIRO e GOLDFAJN, 2000).

Em 1985, a securitização alcançou empréstimos destinados à aquisição de veículos automotores e o primeiro título com lastro em cartão de crédito foi emitido em 1986 (FARHI, 2009). A partir de então, o universo da securitização de ativos passou a ser dividido em dois principais grupos: as *mortgage-backed securities*, conforme já abordado

¹Tratado criado com o objetivo de regular o funcionamento dos bancos e instituições financeiras. O tratado leva esse nome por ter sido firmado em 1988, na cidade de Basileia, na Suíça. O acordo foi ratificado por mais de 100 países.

e as *asset backed securities* (ABS), que são emissão lastreadas em diferentes tipos de ativos, como recebíveis de cartão de crédito, duplicatas comerciais, operações de financiamento, entre outros ativos (LIMA, 2007).

Um fator que contribuiu para impulsionar esse mercado nos Estados Unidos, foi o processo de “institucionalização da poupança”, definido por Cagnin (2009), como o aumento da importância dos investidores institucionais como gestores de riqueza e de crédito em relação às instituições de depósito. Nesse processo se deu a popularização dos fundos de pensão e fundos mútuos, que passaram a receber poupança habitacional e conseqüentemente, fornecer liquidez para o mercado de securitizados (GUTTMAN, 2008).

Os títulos financeiros estruturados eram divididos em algumas tranches de acordo com o nível de risco. Essa estrutura ficou conhecida como *interest waterfall* e consiste em uma tranche mais sênior, que tem preferência no recebimento da remuneração acordada; e *equity* que possui uma remuneração variável, mas é a mais arriscada, visto que absorve a inadimplência antes da sênior (FARHI, 2009).

Com a evolução do processo de securitização, os bancos se tornam cada vez menos dependentes de margens líquidas de juros, por meio de operações de empréstimos, como fonte de receitas e de lucros, e têm seus resultados cada vez mais atrelados à sua habilidade em gerar e transacionar ativos, no modelo que ficou conhecido como "originar e distribuir" (CINTRA e PRATES, 2008). Os bancos se tornam originadores de ativos financeiros como cartão de crédito, hipotecas, financiamento de veículos, entre outros que são vendidos no mercado de capitais para as instituições não-bancárias (fundo de pensão, seguradoras, fundos de investimentos, etc.).

Com os bancos comerciais podendo descarregar em investidores o risco de empréstimos inicialmente registrados em seu balanço, sua alavancagem elevou muito e houve forte expansão da securitização de créditos a partir de então. O segmento imobiliário, que deu início às operações de securitização, mais que dobrou o volume de crédito de 2000 a 2006, passando de US\$ 4,8 trilhões a US\$ 9,8 trilhões (FARHI, 2009).

Apesar das vantagens oferecidas pelos produtos securitizados, como a ampliação do acesso ao crédito e novas opções de investimentos, os agentes que compunham esse sistema e exerciam a intermediação financeira similar à bancária, não estavam sujeitos ao mesmo arcabouço regulatório do sistema bancário tradicional. Desse modo, os produtos securitizados apresentavam um risco sistêmico à economia ao passo que envolviam riscos bancários como alavancagem, liquidez e transferência de risco de crédito sem a devida

supervisão e regulação.

Esse sistema composto pelas instituições não bancárias que adotaram um sistema semelhante ao dos bancos, operando empréstimos alavancados, mas que não contemplam a regulação, tampouco estão sujeitos às normas dos Acordos de Basileia, foi denominado de *Global Shadow Banking System* por Paul McCulley (2007), diretor executivo da maior gestora de crédito à época, a Pimco. Em sua definição, enquadram-se grandes bancos de investimentos independentes, *hedge funds*, fundos de investimentos em geral, fundo de pensão, seguradoras e veículos especiais de investimentos.

O *Global Shadow Banking System* foi o principal pilar da arquitetura financeira que foi desmascarada pela crise do *subprime* em 2008. Não havia controle sobre as transações de produtos financeiros negociados em mercado de balcão, que aceleraram a partir do final da década de 1990, com os derivativos de crédito. Não obstante, apesar de estarem à sombra da regulação, os participantes se relacionavam diretamente com o sistema bancário, ao passo que passaram a ser contrapartes dos bancos em operações de derivativos de créditos, que replicavam de forma sintética operações de créditos e espalhavam pela economia os riscos da operação original. Portanto, com a eclosão da crise financeira global em 2008, ficou evidente a inter-relação do *Shadow Banking* e o sistema bancário, com os prejuízos das instituições não reguladas, refletindo diretamente no balanço dos bancos.

Apesar de exercer papel central, a securitização resistiu à crise internacional e se aperfeiçoou, com regras mais rígidas e maior controle regulamentar das autoridades competentes.

2.2 Origem da securitização no Brasil

O processo de securitização demorou para chegar ao Brasil. Apenas em 1991, com a resolução do Conselho Monetário Nacional – CMN – n.1834, foi promulgada a primeira regulação sobre securitização no país, apesar de ainda não ser denominada securitização, a resolução permitia a captação no mercado externo com vínculo às exportações da própria tomadora ou suas controladas.

Diferente dos Estados Unidos, onde a securitização surgiu no mercado de financiamento habitacional a partir de fomento advindo de agências governamentais, o processo brasileiro foi introduzido por agentes privados.

A primeira operação de securitização realizada no Brasil, que se tem registro, ocorreu apenas em 1993, mediante a constituição de uma sociedade de propósito específico (SPE)

denominada “Mesbla Trust”, a qual adquiriu recebíveis decorrentes de vendas realizadas nas lojas de departamento da Mesbla S.A. A operação foi estruturada por meio de emissão de debêntures pela SPE, lastreadas nos recebíveis. Dessa forma, os debenturistas não corriam o risco de crédito e de falência da Mesbla Lojas, apenas ficariam sujeitos ao risco de crédito da carteira de recebíveis (RIBEIRO, 2019).

Outras operações pioneiras no início da década de 1990, foram a da Embratel, que securitizou seu fluxo futuro de créditos que tinha a receber da empresa americana AT&T, e o caso da Varig, que securitizou créditos provenientes das vendas de passagens aéreas realizadas no exterior e pagas com cartões de crédito (PIRES, 2015).

A securitização foi regulamentada de fato apenas em 1997, com a Lei 9.514/97 que define a securitização de créditos imobiliários, com o objetivo de estimular o financiamento imobiliário voltado a imóveis residenciais e não residenciais. Para isso, foi criada a “companhia securitizadora de créditos imobiliários”, que tinha como objetivo aquisição de créditos imobiliários que seriam transformados em títulos a serem negociados nos mercados financeiros e de capitais, os Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI (RIBEIRO, 2019).

Quatro anos depois, em 2001, o Banco Central do Brasil regulamentou os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs) e logo em seguida entrou em vigor a Instrução Nº 356/CVM que regulamenta a constituição e o funcionamento desses fundos. Os FIDCs são fundos de investimentos destinados para comprar direitos creditórios e tiveram forte aceitação no mercado brasileiro, sendo o principal instrumento utilizado para securitização de recebíveis no mercado nacional.

Para Gonçalves dos Santos (2013) as estruturas de securitização no Brasil, se dão através de dois principais instrumentos, os fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDC) e os certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio (CRI e CRA). O autor define os certificados de recebíveis como um título de securitização que garante ao investidor renda fixa baseada em créditos imobiliários ou vinculados ao agronegócio.

2.3 Conceitos

Para Assaf Neto (2018) a securitização envolve a transformação de algum ativo a receber no futuro em uma *security* (título ou valor mobiliário), e respectiva negociação no mercado financeiro. O termo “securitização”, adotada no Brasil, é uma espécie de tradução de “*securitization*”, utilizada em países de origem saxônica e deriva do termo “*security*”,

que pode ser definido como todo investimento em dinheiro, realizado por investidor em uma captação pública de recursos, fornecendo capital de risco ao empreendimento, sem que o investidor tenha interferência, apenas buscando o ganho futuro (AVELINO, 2014).

Desintermediação financeira, de acordo com Sandroni (2016), é o processo de deslocamento da realização de transações de intermediação do setor financeiro para o setor não financeiro da economia. Ou seja, transações financeiras que dispensam a atividade clássica de intermediação das instituições bancárias.

O processo de securitização propicia a desintermediação financeira, à medida que a operação é realizada no âmbito do mercado de capitais, sem a figura da instituição financeira como concedente de crédito, que passam a exercer outras funções nesse processo, como estruturação da operação, coordenação da emissão, ou até no processo de bancarização como serviço.

O objetivo da securitização é obter baixos custos de financiamento no mercado de capitais a partir da segregação de recebíveis, dos riscos ligados ao seu emissor. Ou seja, o risco de crédito fica relacionado ao fluxo de recebíveis objeto da securitização, de modo a possibilitar a avaliação de risco apenas desses créditos, e não da empresa cedente. Sendo assim, a empresa consegue captar recursos a uma taxa menor que seria precificada de acordo com seu próprio risco de crédito. Por exemplo, supondo que uma pequena fábrica de confecção seja fornecedora de uma grande loja varejista de vestuário, e receba a prazo da mesma. A pequena fábrica pode usar o crédito a receber da varejista, securitizando-o, para conseguir financiamento a taxas menores.

De modo geral, o processo de securitização funciona da seguinte forma: a empresa originadora, que possui um ativo a ser securitizado e busca captar recursos, cede-os a uma sociedade de propósito específico (securitizadora) ou a um fundo criado para essa finalidade (FIDC), que irá emitir títulos/valores mobiliários. Os títulos são garantidos por ativos segregados da empresa originadora e vendidos para investidores no âmbito do mercado de capitais. O valor pago pela securitizadora ou fundo pela cessão dos créditos, é correspondente ao valor do fluxo futuro de recebimento, trazido a valor presente com uma determinada taxa, definido a partir do risco da operação (PIRES, 2015).

A securitização pode ser considerada um instrumento de “finanças estruturadas”, ou mais especificamente, de “crédito estruturado”, que segundo Fabozzi (2006), pode ser definido como técnicas empregadas sempre que as exigências de financiamento de um detentor de um ativo não são satisfeitas por um produto já existente no mercado, e portanto, para atender esses requisitos, se faz necessário a estruturação de um produto feito sob

medida.

Outro aspecto relevante da securitização, e uma das principais vantagens para as empresas cedentes, é o reflexo positivo dessas operações em suas demonstrações contábeis. Diferente das operações convencionais de empréstimo bancários, os recursos captados via securitização, não são reconhecidos no balanço patrimonial da empresa como dívida, caracterizando uma operação “*off-balance sheet*”. A alteração que ocorre no balanço, é apenas a mudança do valor do recebível dentro do ativo da empresa, que sai de contas a receber e passa a constar em caixa. Desse modo, os indicadores de endividamento da companhia não são prejudicados (SOUZA, 2010).

Vale ressaltar, que no momento em que o investidor compra um título ou valor mobiliário referente a uma securitização, ele não corre o risco de crédito da originadora, o que caracteriza uma cessão *true sale* ou venda definitiva, em que não há direito de regresso pela cedente. Desse modo, mesmo com a falência da empresa originadora dos créditos, os investidores tem direito sobre o recebimento desses créditos, conforme consta no Art. 136, § 1º, da Lei 11.101/2005, que disciplina a recuperação judicial: “Na hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador”.

No entanto, é importante destacar, que de acordo com a Lei 10.406/2022, a cessão *true sale* só pode ser concretizada uma vez que notificada ao devedor. Muitas vezes a notificação se torna impraticável ou de difícil implementação, tendo em vista a robusta pulverização de determinadas carteiras de crédito. Assim, se utiliza da inserção de cláusula no contrato de financiamento que prevê, a priori, a possibilidade de cessão posterior do crédito.

Em suma, a securitização traz muito benefícios para as partes envolvidas. A empresa originadora tem sua receita antecipada e garantida, mitigando os riscos de inadimplência dos créditos cedidos, além de captar esses recursos a taxas mais competitivas e sem aumentar seus indicadores de endividamento; os investidores que passam a ter acesso a uma modalidade de investimento com risco pulverizado e desvinculado do risco de crédito da cedente (PIRES, 2015).

3 CAPÍTULO 2: FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

No Brasil, a securitização possui quatro principais formas: i) Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, ii) Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI; iii) Fundos Imobiliários – FII e iv) Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC.

Com 1650 fundos e um patrimônio líquido de R\$ 340 bilhões (ANBIMA, 2022), o FIDC se destaca como o principal veículo de securitização brasileiro. Diferentemente do CRA, CRI e FII, que podem destinar recursos apenas para os setores do agronegócio e imobiliário, o FIDC é capaz de direcionar recursos para uma série de setores da economia. O presente capítulo tem como objetivo abordar a estrutura do produto e aspectos econômicos pela ótica da empresa emissora dos direitos creditórios e do investidor.

Os fundos de investimentos em direitos creditórios são regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de acordo com a Instrução Nº 356, de 17 de dezembro de 2001. Conforme art. 2º, inciso III da respectiva instrução, FIDC pode ser definido como:

Art. 2 Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC: uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios.

O fundo deve destinar, pelo menos, 50% do seu patrimônio líquido para aplicações em direitos creditórios, definidos como os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços. O remanescente do patrimônio líquido dos FIDCs pode ser destinado para aplicações em títulos públicos 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) (CVM, Instrução nº 356, 2001).

Sua constituição pode ser feita na forma de condomínio aberto ou fechado. Na primeira os cotistas podem solicitar a qualquer momento o resgate de suas cotas, de acordo com a carência de resgate definida em regulamento em cada fundo, e ainda, é permitido a entrada de novos investidores. Na forma fechada, os cotistas conseguem resgatar suas cotas apenas depois do prazo de duração do fundo ou quando houver cronograma de amortização das cotas prevista em regulamento ou em caso de liquidação antecipada do fundo. Outra opção para o cotista de um fundo fechado que queira liquidar suas cotas, é negociá-las em

um mercado secundário, em ambiente de bolsa ou mercado de balcão.

Em relação às cotas de um FIDC, existem duas classes distintas: sênior e subordinada. A cota sênior possui rentabilidade definida no momento de emissão, normalmente vinculada a um *benchmark*, por exemplo um percentual sobre o CDI. A cota subordinada, por sua vez, não possui rentabilidade pré-determinada, seu resultado é definido pelo excesso de retorno do ativo do fundo em relação às despesas e pagamento da cota sênior. Portanto, vale dizer, que a cota sênior possui prioridade em relação à subordinada na amortização, resgate e distribuição de resultados. Ou seja, o cotista subordinado será responsável por absorver a inadimplência até determinado limite, definido pela razão entre as classes de cotas. As cotas subordinadas, normalmente são subscritas pela empresa originadora dos direitos creditórios ou seus sócios, com o objetivo de alinhar os interesses com os demais cotistas (ANBIMA, 2015).

Não obstante, a classe subordinada pode ser dividida em dois tipos, mezanino e júnior. Em que a mezanino funciona como uma cota intermediária entre a subordinada júnior e a classe sênior no que diz respeito à preferência de recebimento, sendo subordinada em relação à sênior, mas tendo preferência em relação à júnior. Vale ressaltar que apenas investidores qualificados ou profissionais podem investir em cotas seniores e subordinadas.

3.1 Estrutura

Para a constituição e manutenção de um fundo de investimento em direitos creditórios são necessários diversos prestadores de serviços que participam do processo de estruturação e/ou da gestão do fundo em regime. Alguns agentes devem obrigatoriamente participar do processo, outros têm participação facultativa. Os principais envolvidos são: empresa originadora, administrador, estruturador, gestora, escritório de advocacia, custodiante, agência de risco e auditoria (ANBIMA, 2015).

A empresa originadora gera os direitos creditórios, a partir da venda de produtos a prazo, da prestação de serviços para pagamento futuro, ou mediante a concessão de empréstimos ou financiamento de bens, em caso de instituições financeiras.

Para formatar a operação, coordenar as partes envolvidas e fornecer todo suporte devido à empresa originadora, é necessário a figura do estruturador, que pode ser exercida por um agente terceiro, como um banco de investimento ou consultoria, ou ainda pelo próprio administrador ou gestor contratado do fundo. Para a elaboração dos contratos de cessão e toda a documentação do fundo, como regulamento, prospecto, suplemento de

cotas, é exigida contratação de um escritório de advocacia, que responderá pela definição da estrutura jurídica do fundo.

O administrador é o responsável legal do fundo e responde diretamente à CVM. Além disso é encarregado de prestar informações aos cotistas, de fazer recolhimento de impostos pagos pelo fundo, de contratar os demais prestadores de serviços (gestor, auditor, distribuidor, agência de *rating*, escritório de advocacia, custodiante), entre outras funções.

A gestora é responsável pela alocação dos recursos, seguindo o que consta na política de investimento do fundo. Apesar da sua contratação ser opcional, é cada vez mais relevante o papel do gestor, inclusive durante o processo de estruturação: na coordenação entre as partes, definição de políticas de investimento e critérios de elegibilidade dos créditos, modelagem financeira do fundo e captação de recursos. Quando não há a figura do gestor, a administradora exerce sua função.

O custodiante tem papel fundamental na estrutura de um FIDC. Entre suas atribuições, as principais são: validar os direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento, verificar o lastro dos direitos creditórios, realizar liquidação física e financeira dos direitos creditórios, fazer custódia e guarda da documentação relativa aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo e cobrar e receber pagamentos e resgate de títulos custodiados. Assim, além de realizar as operações financeiras do fundo, esse agente tem o papel de evitar fraudes nas operações realizadas pelo fundo e garantir que os direitos creditórios estão enquadrados nos critérios definidos em regulamento.

Em caso de uma oferta pública de FIDC, é obrigatória a contratação de uma agência de *rating*, a qual é responsável por atribuir uma nota de classificação de risco de acordo com a robustez financeira do fundo, levando em consideração o nível de garantias, excesso de *spread* da taxa de juros, custo de captação, histórico de inadimplência da carteira, pulverização de devedores, entre outros critérios. Cada classe de cotas é avaliada individualmente, visto que apresentam diferentes níveis de subordinação.

Outro *player* importante para garantir confiabilidade do produto, é a auditoria independente, que tem a função de analisar o histórico de comportamento das carteiras de recebíveis, elaborar relatórios de validação de lastro e documentos dos direitos creditórios e validar os demonstrativos financeiros do fundo, de modo a garantir para o cotista, de forma isenta e independente, a veracidade das informações divulgadas pelos prestadores de serviço do fundo.

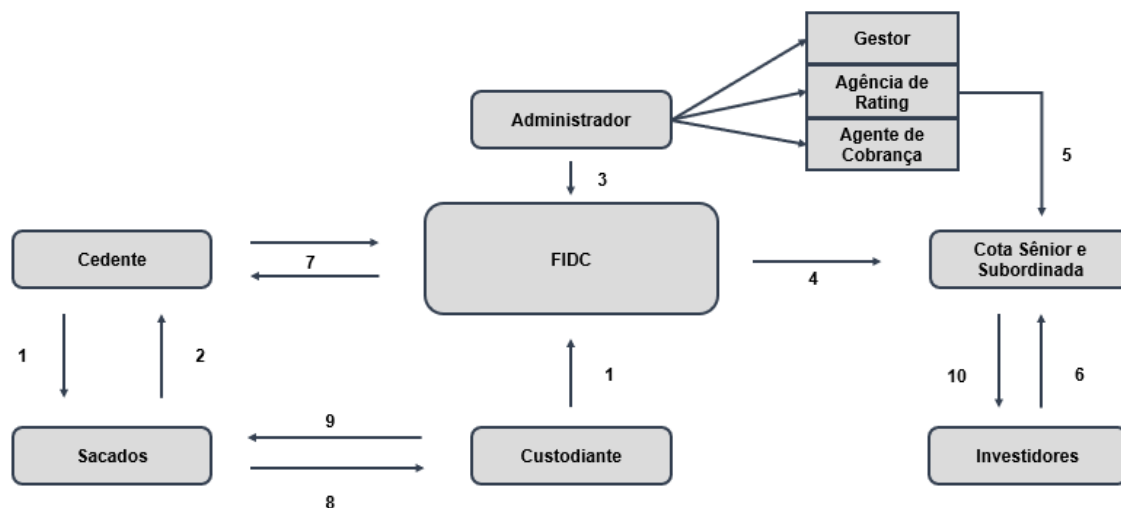
Vale ressaltar que o regulamento é o principal documento de toda a estruturação do

FIDC, o qual define a estrutura particular do produto, devendo descrever aspectos como a política de investimento do fundo, incluindo os critérios de elegibilidade dos direitos creditórios a serem adquiridos e todos os direitos e obrigações das partes envolvidas na operação.

3.2 Funcionamento do FIDC

Uma vez explicitada as partes envolvidas na estruturação e gestão de um fundo de investimento em direitos creditórios, é válido explorar seu funcionamento. Para tal, foi elaborado o organograma abaixo que exemplifica a dinâmica de funcionamento, usando de exemplo um FIDC multisacado de recebíveis de clientes de uma rede de atacado.

Figura 1 - Estrutura de funcionamento de um FIDC.



Fonte: Elaboração própria com base em Anbima, 2015.

1. O atacado (cedente) vende seus produtos a prazo para seus clientes, representados nesse esquema como supermercados (sacados).
2. Os supermercados se comprometem a pagar o valor acordado em uma data futura, por meio de emissão de uma duplicata mercantil (direito creditório).
3. O administrador constitui o fundo perante a CVM.
4. O FIDC emite cotas, subordinadas e/ou seniores, por meio de oferta pública ou restrita junto aos investidores qualificados, e assim capta recursos com o objetivo de adquirir os direitos creditórios.
5. A agência de *rating* atribui classificação de risco para as cotas do fundo.

6. Os investidores compram as cotas com o objetivo de receber a rentabilidade prometida na emissão.
7. O atacado cede ao fundo a carteira de duplicatas mercantis, o qual, respeitando os critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento do fundo, compra o conjunto de direitos creditórios com deságio, ou seja, por um valor menor que o valor a receber no ato do pagamento do título, garantindo a rentabilidade do fundo.
8. O FIDC passa a ser o detentor dos títulos cedidos, e assim os sacados passam a dever ao fundo e não mais a empresa. Portanto, na data acordada, os supermercados fazem o pagamento para o agente custodiante, que repassa para o FIDC, ou em uma conta especial (*escrowaccount*) instituída pelas partes (cedente e fundo) perante as instituições financeiras, sob contrato.
9. Os títulos inadimplentes podem ser cobrados pelo próprio custodiante, ou por um agente de cobrança contratado pelo administrador, através dos mecanismos legais existentes.
10. Com a rentabilidade adquirida por meio de sua operação, o FIDC realiza o pagamento das cotas seniores, e após deduzir todas as despesas, o pagamento das cotas subordinadas.

Vale usar o exemplo para abordar o conceito de crédito performado e não performado, que exerce papel fundamental no risco atribuído aos FIDCs. O crédito performado é aquele que o fluxo de crédito advém de um produto ou serviço já entregue ou prestado, como no exemplo acima, em que o atacado realizou a venda da mercadoria e recebeu uma promessa de pagamento do supermercado. Por outro lado, se a mercadoria ou serviço adjacente à duplicata mercantil ainda não foi produzido/entregue, tem-se um crédito não performado, que apresenta um risco adicional para a efetuação do pagamento, e conseqüentemente para o investidor. Um exemplo do crédito não performado, é a securitização de recebíveis imobiliários decorrente de projetos que ainda serão executados, mas que a venda da unidade habitacional já foi realizada.

3.3 Vantagens da securitização via FIDCs

Os fundos de investimentos em direitos creditórios apresentam vantagens tanto para as empresas originadoras do crédito, que estão captando recursos, quanto para os cotistas do fundo.

No ponto de vista dos originadores, esse instrumento de captação possui diversas vantagens que podem facilitar a captação de recursos, concomitantemente à redução do custo de captação, como explorado abaixo:

3.3.1 Acessibilidade ao mercado de capitais

Diferentes de outros mecanismos de captação de recursos, como a emissão de debêntures, o FIDC permite acesso ao mercado de capitais por parte de companhias fechadas e empresas que não possuem avaliação de crédito compatível com a demanda de mercado, mas que possuem recebíveis com baixo risco que podem ser cedidos (ANBIMA, 2015).

Ademais, outra vantagem é a grande exposição que essas empresas terão perante o mercado em *road shows*, a etapa que integra a distribuição da oferta e que consiste na apresentação do produto e da empresa originadora para os agentes do mercado, de modo a gerar mais visibilidade e valor para a empresa.

3.3.2 Melhora no balanço patrimonial

Com a operação de securitização, a empresa antecipa um fluxo de caixa futuro e garante sua receita, mitigando qualquer risco de inadimplência e gerando recursos para investir no seu *core business*. Além disso, tem efeito positivo nos indicadores de endividamento e liquidez. Uma vez que ocorre a transferência de valores da rubrica de contas a receber para o caixa, e não obstante, a operação não caracteriza uma contratação de empréstimo financeiro, portanto não consta em seu passivo.

3.3.3 Vantagem tributária

Quando comparado à securitização mediante a constituição de uma sociedade de propósito específico (SPE), o FIDC apresenta vantagem tributária. Como não há legislação específica que regule a tributação dos FIDCs, portanto aplica-se a tributação estabelecida para os fundos de investimento. Assim, diferente da securitização via SPE, constituída na forma de sociedade anônima, não é incidido tributos como o Programa de Integração Social (PIS), a Contribuição para a Seguridade Social (Cofins), o Imposto de Renda de Pessoa

Jurídica (IRPJ) e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, como incidiria no caso de uma sociedade anônima (PIRES, 2015).

3.3.4 Melhora das relações comerciais com clientes

No exemplo do FIDC multisacado de clientes (Figura 1) o cedente antecipa suas receitas a receber dos clientes (sacados), e assim consegue fornecer prazos mais longos de pagamento, o que pode ser uma vantagem competitiva. Por outro lado, em um FIDC multicedente de fornecedores, o fundo é criado com o objetivo de antecipar receitas de fornecedores de uma determinada empresa. Essa estrutura é comum no caso de grandes empresas industriais que possuem uma gama de fornecedores, visto que com a estrutura do FIDC a companhia pode oferecer a opção de antecipação do pagamento dos insumos, de modo a fidelizar seus clientes.

Além das vantagens para a empresa originadora do FIDC, os investidores também encontram nos produtos algumas características que o tornam atrativo em termos de investimento. Destaca-se:

3.3.5 Segregação dos recebíveis do patrimônio da empresa

Uma vez que uma empresa cede os direitos creditórios para um FIDC em uma cessão *true sale*, ou seja, em que não há coobrigação da cedente e os ativos são transferidos de forma plena e legalmente reconhecida, os recebíveis tornam-se prioridade dos investidores, sem que sejam afetados pela insolvência ou falência da cedente, por ser reconhecida legalmente como perfeita e irreversível. (AVELINO, 2014). Desse modo, o investidor passa a correr o risco de crédito apenas dos devedores dos recebíveis que compõem a carteira do fundo e não da sociedade que os cedeu ao fundo.

3.3.6 Pulverização do risco

Na ocasião de um FIDC multisacado, com a aquisição de apenas esse produto o investidor consegue diversificar seu risco entre diversos sacados, que possuem diferentes características como distintas geografias, diferentes setores de atuação e perfil de clientes,

não ficando exposto apenas ao risco da empresa cedente.

3.3.7 Estrutura de garantias

O FIDC permite que sejam constituídas garantias em favor do investidor, com o objetivo de reduzir as chances de que eventuais perdas ocorridas em razão da inadimplência dos direitos creditórios não tenham impacto nas obrigações assumidas pelo fundo perante os investidores.

Pires (2015) destaca alguns mecanismos de garantias, entre eles: a subordinação de cotas, como já abordado no presente trabalho; o mecanismo do *spread* excedente, ou seja, quando é calculado o valor presente dos recebíveis para aquisição, é adicionado um *spread* a mais na taxa, com o objetivo de gerar um excesso de rentabilidade, porque se desconta a uma taxa maior do que a necessária para remunerar as cotas seniores e cobrir despesas do fundo.

Santana (2006) elenca outros mecanismos de segurança, como a constituição de um fundo de reserva composto por recursos oriundos do pagamento dos créditos e que pode ser utilizado em momentos de aumento de inadimplência da carteira e ainda uma sobrecolateralização, situação na qual o volume financeiro dos créditos é maior que o passivo do fundo, representado pela soma das despesas do fundo com os pagamentos de rendimento e principal aos cotistas.

3.3.8 Avaliação de riscos e governança

Diferente dos demais títulos lastreados em crédito, o FIDC tem vantagem em relação à avaliação de risco (*rating*), que deve ser realizada trimestralmente até o vencimento do fundo, de modo a garantir maior segurança e transparência ao produto, ao passo que outros ativos com lastro em crédito precisam apenas do rating inicial

Não obstante, o FIDC tem uma estrutura robusta de governança, uma vez que envolve vários prestadores de serviço que monitoram sua estrutura, e não apenas uma companhia securitizadora (ANBIMA, 2015).

3.4 Riscos e Desvantagens

Apesar das vantagens que o FIDC traz para o financiamento das empresas e em

termos de investimentos para o cotista, por se tratar de estruturas bastante flexíveis, o produto apresenta alguns riscos de naturezas distintas que devem ser observados pelo investidor antes de adquirir o título.

Anbima (2015) destaca alguns riscos ligados ao produto, entre eles destaca-se o risco de i) crédito, que diz respeito ao risco de inadimplência ou atraso no pagamento de juros e principal pelo sacado; ii) liquidez, relacionado com a baixa negociabilidade de títulos de direitos creditórios para os quais ainda não existe um mercado secundário, de modo que os fundos devem carregar o título até o vencimento. Da mesma forma, as cotas de FIDCs também não possuem um mercado secundário com liquidez alta, dificultando a negociação de cotas seniores ou subordinadas, para aqueles investidores que desejam desfazer dos seus ativos antes do prazo de vencimento; iii) operacionais, pelo fato de sua estrutura ser muito complexa e envolver muitos agentes distintos, existe o risco de falhas operacionais nos procedimentos de cadastro, cobrança, controles internos do custodiante e até na troca de informações entre os sistemas eletrônicos dos agentes envolvidos na operação.

Pires (2015) chama a atenção ao fato que a cessão de direitos creditórios ao fundo pelas empresas originadoras desses pode dificultar a cobrança de eventuais créditos inadimplidos, uma vez que a titularidade dos recebíveis não é mais da empresa, mas sim do fundo. Buscando evitar essa situação, alguns fundos adotam práticas de substituição dos títulos não pagos, desse modo, esses direitos creditórios voltariam à titularidade da empresa cedente, que teria mecanismos melhores de cobrança extrajudicial e novos títulos seriam cedidos ao fundo. Outro ponto destacado pela autora é em relação à complexidade dos documentos que formalizam a operação, que não são padronizados em decorrência da complexidade da estruturação das operações, as quais são consideradas *tailor-made*, dificultando a análise pelos investidores da viabilidade desse tipo de investimento e do seu acompanhamento ao longo de sua duração.

Uma alternativa buscada pelos gestores visando dar acesso a investidores pessoas físicas aos FIDCs, é a constituição de fundos de investimento em cotas de FIDCs, assim o trabalho de análise e acompanhamento dos produtos ficaria a cargo de profissionais de mercado. Além disso, esse tipo de produto possibilita maior liquidez ao cotista, que pode simplesmente resgatar sua cota do fundo de FIDCs (em caso de fundos abertos) e não precisa de um mercado secundário líquido para desfazer da cota de um FIDC específico.

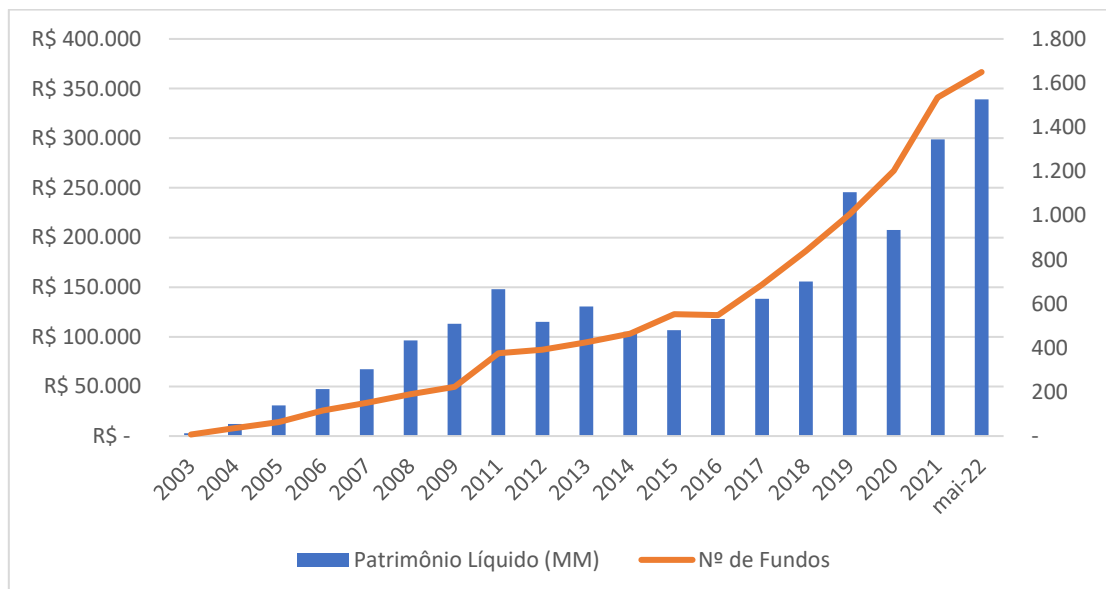
4 CAPÍTULO 3: PANORAMA DA INDÚSTRIA

Essa seção tem como objetivo analisar a evolução histórica da indústria de FIDCs no Brasil e analisar o panorama atual, com base em dados divulgados pela ANBIMA, CVM e Uqbar. Buscou-se analisar o maior período de acordo com a disponibilidade de dados.

4.1 Evolução histórica

O FIDC teve sua constituição em 2001 com a primeira regulamentação da CVM, mas nos dois primeiros anos o produto não chamou atenção do mercado e encerrou 2003 apenas com sete fundos em funcionamento e um patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 3 bilhões. Desde então o produto de securitização passou por um período de expansão até 2011, se mostrando como uma alternativa para financiamento das empresas diante de um cenário de alto nível de juros básico da economia e escassez de recursos após bancos privados contraírem suas carteiras de crédito diante da crise financeira de 2008.

Gráfico 1 - FIDC – Evolução Patrimônio Líquido e Número de Fundos 2003-2022.
Valores Constantes



Fonte: ANBIMA, 2022.

Dados deflacionados pelo IPCA com base nos valores de maio 2022

No período de 2011 a 2015, observa-se estagnação no crescimento do Patrimônio Líquido da indústria. Esse movimento pode ser justificado por dois principais fatores: a crescente atuação dos bancos públicos na concessão de crédito subsidiado para empresas, principalmente do BNDES que oferecia muitas vezes taxas de juros abaixo da Selic, diminuindo a atratividade de captação de recursos via mercado de capitais. Não obstante, a crise financeira recessiva que se iniciou em 2015, já apresentava sinais e minava a confiança dos investidores, que ficaram avessos aos riscos. No mesmo período o principal índice da bolsa de valores brasileira, o Ibovespa, recuou cerca 37%.

Gráfico 2– Desembolso BNDES (2003-2021) (Acumulado 12 meses) – R\$ mil Valores Constantes



Fonte: BNDES, 2022.

Dados deflacionados pelo IPCA com base nos valores de março 2022.

Por outro lado, observa-se no período subsequente, de 2016 a 2022, uma forte expansão do produto, saindo de um patrimônio líquido de R\$ 118 bilhões em 2016 e 548 fundos, para aproximadamente R\$ 340 bilhões e 1.650 fundos em maio de 2022. Esse movimento pode ser associado também à redução da atuação dos bancos públicos na concessão de crédito, como é possível observar pelo gráfico acima a drástica redução do desembolso do BNDES no período. Além disso, outro fator que estimulou a captação de recursos via FIDC no período, foi a política monetária expansionista adotada pelo Banco Central a partir do final de 2016, que levou a taxa básica de juros da economia (Selic) de 14,25% a.a. em 2016, para a mínima de 2,00% a.a. em

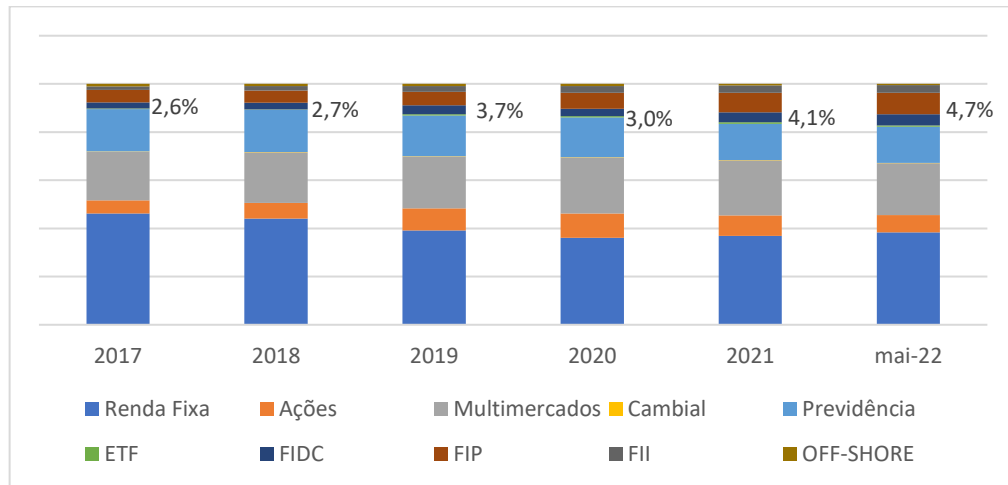
2021, de modo a reduzir o custo do crédito e estimular as empresas a captarem recursos no mercado de capitais.

Apesar de ser impactado pela pandemia do COVID-19 e ter uma diminuição do seu patrimônio líquido em 2020, os FIDC exerceram um papel importante principalmente no processo de retomada da economia iniciado em 2021, o que pode ser observado pelo aumento de aproximadamente 60% no patrimônio líquido do produto em 2021. No momento de retomada e reabertura dos comércios, as empresas buscaram renegociar contratos com fornecedores e melhores alternativas de financiamento, de modo a procurar instrumentos de securitização.

De todo modo, as empresas estão todas procurando renegociar contratos com fornecedores e alongar prazos de pagamento. Isso está forçando muita gente a se defrontar com um problema sério: a atual oferta de crédito no mercado brasileiro. Ou seja, trata-se de uma preocupação que ultrapassa o âmbito das PME, já que também as grandes empresas precisam se preocupar com a manutenção de um fluxo de caixa saudável para os seus fornecedores. Nesse contexto, as Plataformas de crédito despontam como uma ótima ferramenta para trabalhar o alongamento do contas a pagar de forma competitiva, sem onerar seus custos com fornecedores. Assim, os fornecedores podem antecipar a fatura do que tem a receber com uma taxa mais competitiva, podendo vender a prazo, melhorando assim o a gestão do fluxo de caixa (UQBAR, 2022).

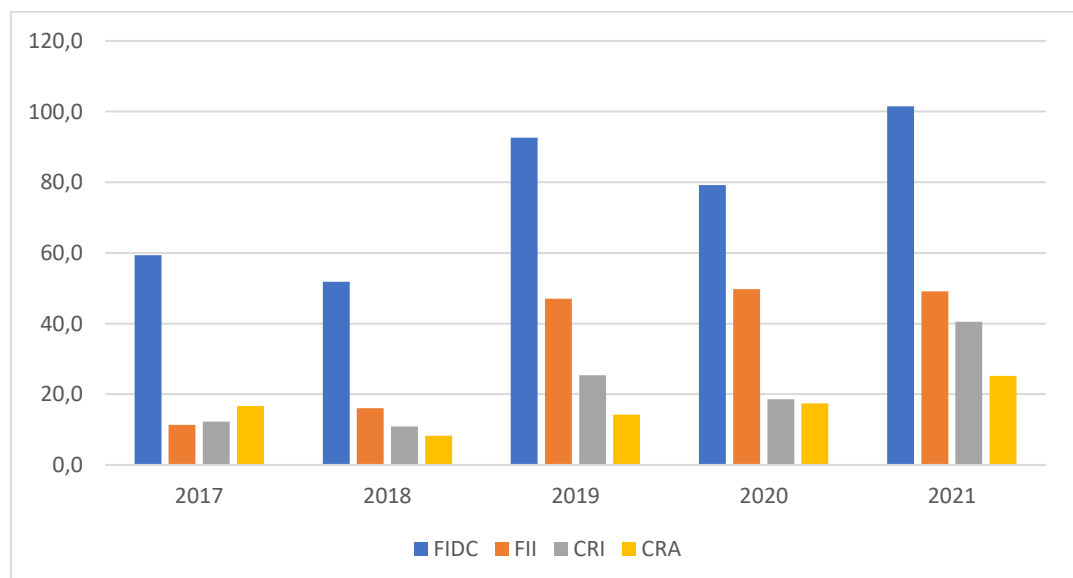
Uma das plataformas que obteve destaque em meio a esse cenário, foi a Plataforma Finanfor em seu programa de Risco Sacado, em que os fornecedores de uma grande empresa pública brasileira conseguem antecipar seus recebíveis futuros dessa empresa, garantindo capital de giro. O programa saiu de uma média de operações na casa de R\$ 120 milhões em janeiro de 2021 para R\$ 1,1 bilhão em dezembro do mesmo ano. A plataforma atua como uma intermediária entre o fornecedor e o financiador. Vale destacar que 60% dos financiadores desse programa são FIDCs (UQBAR, 2022).

A plataforma Finanfor é apenas um exemplo de *fintech* que utiliza a estrutura de FIDCs na sua operação de crédito. De fato, as *fintechs* têm sido um estímulo relevante para novas emissões de FIDCs. Apenas no primeiro semestre de 2021, os FIDCs lançados por *startups* financeiras somaram R\$ 8 bilhões. Entre as empresas desse nicho que já utilizaram desse instrumento de securitização, destacam-se nomes como Creditas, Neon, SumUp e MeuTudo.

Gráfico 3 - Distribuição por classe de fundo de investimento (2017-2022).

Fonte: ANBIMA, 2022.

Com o crescimento robusto do produto nos últimos cinco anos, a representatividade do FIDC dentre as demais classes de fundos de investimento, dobrou, passando de uma participação de 2,6% em 2017 para 4,7% em maio de 2022. No entanto o número ainda é pequeno quando comparado com as demais classes, como o fundo de investimento em ações, que possui 7,2% e fundos multimercado com 21,6%.

Gráfico 4 - Novas emissões de produtos securitizados (2017-2021) – R\$ Bilhões Valores Constantes

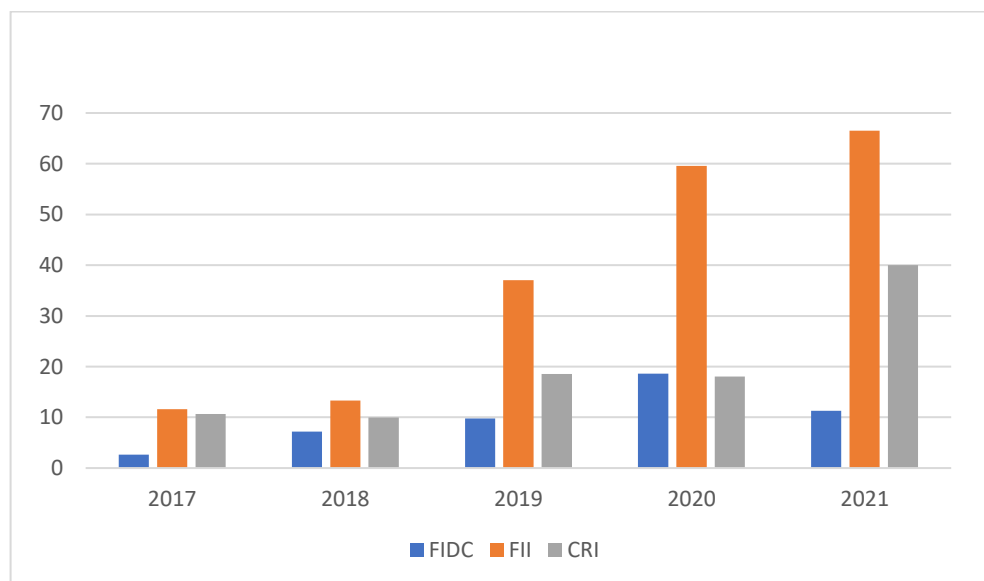
Fonte: UQBAR, 2022

Dados deflacionados pelo IPCA com base nos valores de dezembro de 2021.

Apesar da baixa relevância na indústria de fundos de investimentos, o FIDC tem destaque entre os demais instrumentos de securitização (FII, CRI, CRA). Em 2021, pela primeira vez o FIDC atingiu a marca de R\$ 100 bilhões em novas emissões no mercado primário, enquanto emissões de fundos imobiliários não alcançaram 50% desse valor e CRI e CRA somados foram responsáveis por R\$ 60 bilhões. Entretanto, o cenário no mercado secundário, composto por transações entre investidores após a emissão inicial, é diferente e muito desafiador para os FIDCs. O produto é o menos transacionado, quando comparado com FII e CRI (não foram encontrados dados de negociação de CRA no mercado secundário).

Diferente do fundo imobiliário, que se tornou amplamente difundido entre os investidores pessoas físicas e aumentou seu volume de negociação no secundário em 6 vezes no período de 2017 a 2021, o FIDC ainda é bastante concentrado entre os investidores institucionais. O FII se tornou extremamente popular por ser uma maneira mais simples de se expor a um dos principais setores da economia e pelo fator de ser isento de imposto de renda para pessoas físicas na distribuição de rendimentos. O FIDC por sua vez, pode atuar em diversos setores da economia, possui uma estrutura de funcionamento complexa que dificulta sua análise, é destinado apenas para investidores qualificados e/ou profissionais e não possui isenção de imposto de renda para pessoa física. Sendo assim, o produto ainda não é difundido entre os investidores ordinários, e conseqüentemente possui baixa liquidez no mercado secundário.

**Gráfico 5 - Volume transacionado no mercado secundário 2017-2021. – R\$ Bilhões
Valores Constantes**



Fonte: UQBAR 2022

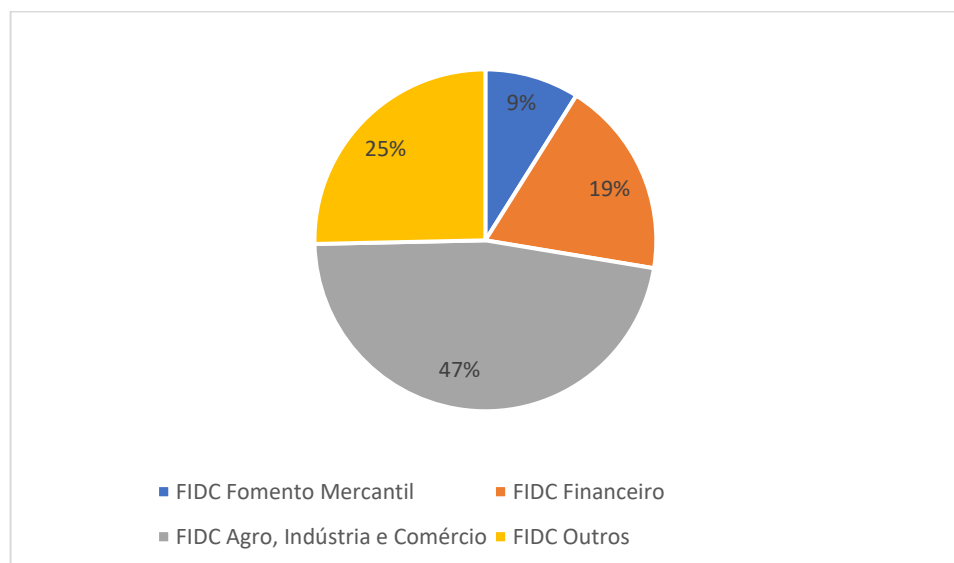
Dados deflacionados pelo IPCA com base nos valores de dezembro de 2021.

4.2 Panorama Atual

Uma das vantagens do FIDC destacada ao longo do presente estudo, é a possibilidade de atuar em diferentes setores. A ANBIMA classifica o produto em quatro diferentes setores. O mais relevante em termos de patrimônio líquido é o Agro, Indústria e Comércio, que inclui fundos com carteira de recebíveis originários de operações de segmentos do setor de infraestrutura, como distribuição de energia elétrica, telecomunicações, saneamento e transporte; de operações comerciais, como duplicatas, carnês e faturas de cartão de crédito junto aos lojistas (exceto operações com bancos); e de operações corporativas, como financiamentos a fornecedores e créditos gerados no setor do agronegócio.

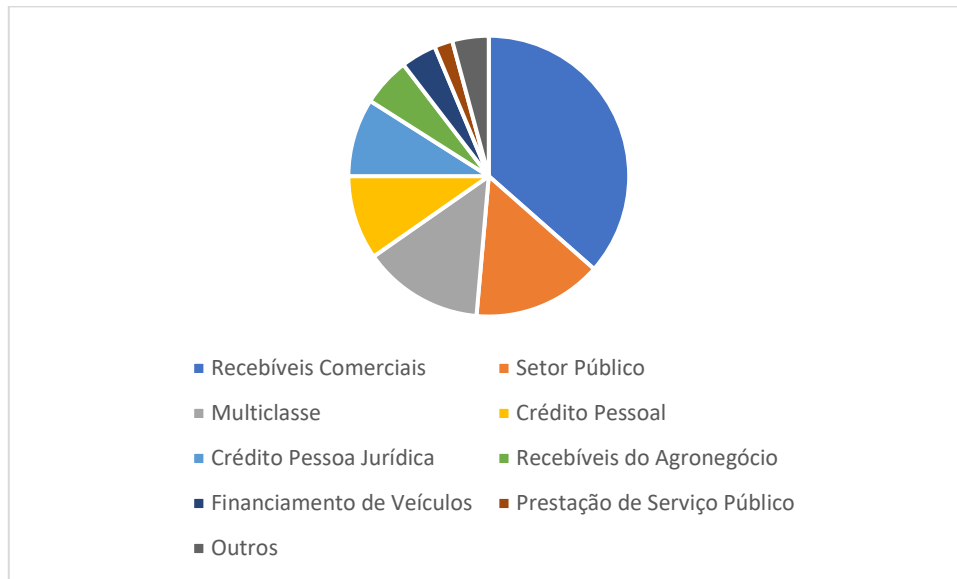
Além desse, existem os FIDCs classificados como Financeiro, que contemplam fundos de crédito consignado e de financiamento, os quais respondem por aproximadamente 19% da indústria e FIDC Fomento Mercantil, que possuem direito de receber de Factoring. Os demais FIDCs que não se enquadram nas categorias citadas ou que possuam dois ou mais tipos mencionados acima são classificados como “Outros”.

Gráfico 6 - FIDC: Distribuição por setor.



Fonte: ANBIMA, 2022.

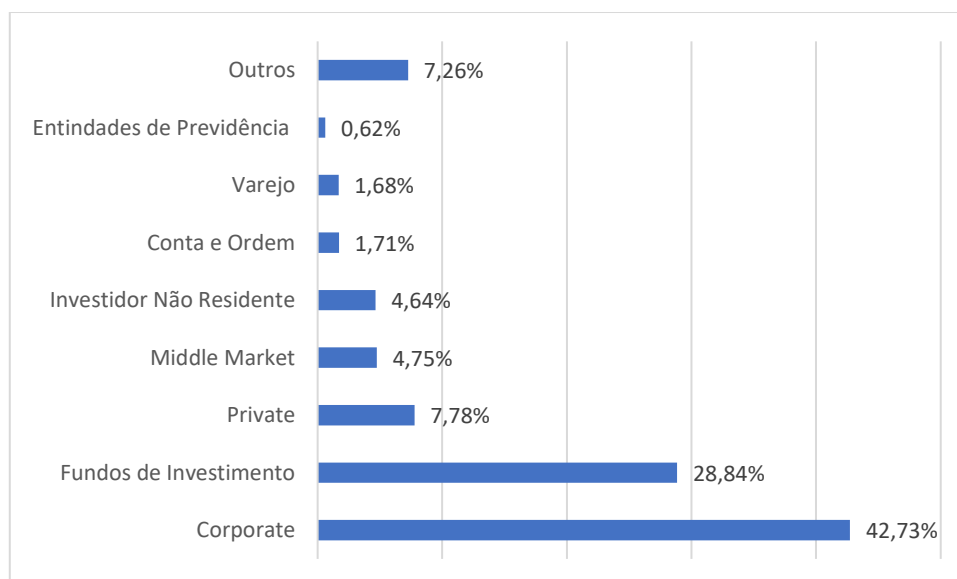
Gráfico 7 - FIDC: Distribuição por Ativo-Lastro.



Fonte: UQBAR, 2022.

No que concerne à distribuição de fundos de acordo com seu lastro, o mais representativo, com 36,5% é o de Recebíveis Comerciais, que fazem operações de antecipação para empresas que buscam capital de giro. Recebíveis do Setor Público ocupa a segunda posição com 15% e fundos muticlasses, que podem ter diferentes classes de ativo-lastro no mesmo veículo, o terceiro lugar com 14%.

Gráfico 8 - FIDC: Distribuição de cotas por detentor.



Fonte: ANBIMA, 2022.

Por último, em relação à distribuição de cotas de FIDCs de acordo com seu detentor, há grande predominância do investidor institucional, representado pelos Fundos de Investimentos (28,84%) e Entidades de Previdência (0,62%). Destaca-se também o segmento Corporate (42,73%), em que se enquadra as empresas originadoras que adquiriram alguma cota de seu FIDC (é usual que o originador compre a cota subordinada para alinhamento de interesse com os demais cotistas). Como explorado anteriormente, o investidor pessoa física não possui participação significativa no produto, representando apenas 15,81%, e ainda com 7,78% de clientes que se enquadram em “Private” (área de assessoria financeira que realiza gestão de fortunas) e 4,64% de Investidores Não Residentes, com domicílio fiscal fora do Brasil. Assim, pode-se caracterizar o FIDC como um produto ainda acessado, em sua maioria, por investidores institucionais e varejo de alta renda.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo entender o funcionamento do FIDC e as funções dos principais agentes envolvidos em sua constituição e gestão, além de abordar suas principais características, apontando vantagens e riscos. Ademais, foi realizada uma análise histórica e do panorama atual da indústria de FIDCs no Brasil.

A partir disso, foi possível perceber sua evolução, se tornando o principal produto de securitização no país, com mais de R\$300 bilhões de patrimônio líquido. O produto obteve sucesso por não se limitar a apenas um setor como outros instrumentos de securitização, por ter uma estrutura robusta de governança que envolve vários prestadores de serviços e pela sua flexibilidade na estruturação de diferentes operações. Desse modo, o FIDC abriu o mercado de capitais para pequenas e médias empresas que se limitavam à empréstimos bancários, e também se tornou uma boa alternativa de financiamento para grandes empresas que possuem direitos creditórios em seu balanço.

Entretanto, é possível perceber a partir da análise de dados que mesmo com o robusto aumento do número de ofertas e do patrimônio líquido nos últimos anos, o instrumento ainda representa uma fatia pequena do mercado de fundos de investimentos. Além disso, a maior parte de cotas estão concentradas entre os investidores institucionais e empresas,

estando ainda muito distante da pessoa física, seja pela complexidade de análise do produto, pelo fato de ser destinado aos investidores qualificados ou por ainda não ter um mercado secundário líquido.

Como abordado ao longo da monografia, o FIDC é um instrumento de securitização que evoluiu bastante ao longo dos últimos anos, mas que possui um vasto mercado para expansão. Seria oportuno, em outro estudo, explorar os motivos que poderiam impulsionar o desenvolvimento do produto, como analisar a representatividade do financiamento via FIDC dentro do portfólio de crédito das empresas e entender os motivos que algumas empresas ainda não o utilizam como instrumento de financiamento, de modo que a pesquisa traga diagnóstico para um maior crescimento desse mercado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALBERNAZ, A. G. **Fundos de Investimento em direitos Creditórios: FIDC padronizados e não padronizados.** [S.l.]: Anbima, 2012.

ALCAIRE, Mariana. **Securitização de Recebíveis.** 2013. Dissertação (Curso de Graduação em Ciências Econômicas) – Centro Socioeconômico, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2013.

ANBIMA. **Consolidado Histórico de Fundo de Investimento.** Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>. Acesso em: 01 de julho de 2022.

ANBIMA. **Fundo de Investimento de Direitos Creditórios: estudos especiais: produtos de captação.** Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. Rio de Janeiro, 2015. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/89/A0/02/F5/EDB675106582A275862C16A8/FIDC_1_.pdf>. Acesso em: 5 de junho de 2022.

AVELINO, Luiz. **Aspectos Jurídicos da Securitização no Brasil.** 2014. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11022015-140625/publico/LUIZ_FILUPI_DE_CRISTOFARO_AVELINO_PARCIAL.pdf>. Acesso em: 10 de maio de 2022.

BNDES. **Estatísticas Operacionais do Sistema BNDES.** Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho>>. Acesso em: 20 de julho de 2022.

BROTTO, Gabriela. **Securitização Via Fundo de Investimento em Direitos Creditórios.** 2005. Dissertação (Curso de Graduação em Administração) – Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <http://s3.amazonaws.com/public-cdn.ibmec.br/portalibmec-content/public/arquivos/df/dis_2005_37_-_gabriela_simoies_brotto.pdf>. Acesso em 10 de maio de 2022.

CAGNIN, R. F. **Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano.** Revista de Economia Política, v. 29, p. 256-273, 2009.

CARNEIRO, Dionísio Dias; GOLDFAJN, Ilan. **A securitização de hipotecas no Brasil**, texto para discussão, No. 426. Pontifícia Universidade Católica do Rio de

Janeiro(PUC-Rio), Departamento de Economia, Rio de Janeiro, 2000.

CVM, **Instrução nº 356**, de 17 de dezembro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 24 de janeiro de 2002.

EXAME. **Em alta, mercado de *fintechs* cresce 155% em 2021. Como é trabalhar em uma? Disponível em** <https://exame.com/carreira/em-alta-mercado-de-fintechs-cresce-155-em-2021-como-e-trabalhar-em-uma_red-01/>. Acesso em: 20 de julho de 2022.

FARHI, Maryse. **Projeto de Estudos Sobre as Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos**. Subprojeto Derivativos de Crédito. Relatório de Pesquisa. 2008-2009. Disponível em: <<https://www.eco.unicamp.br/cecon/centro/145-menu-principal/565-2008-2009>>. Acesso em: 10 de maio de 2022.

FARHI, Maryse; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. **A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo**. Revista de Economia Política (Impresso), v. 29, p. 274-294, 2009.

FERABOLLI, Cristina. **Fatores de Influência à Securitização no Brasil**. 2014. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS, São Leopoldo, 2014. Disponível em: <<http://www.repositorio.jesuita.org.br/bitstream/handle/UNISINOS/4090/CristinaFeraboli.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em 15 de maio de 2022.

GOLDBERG, Marcelo. **A Securitização de Recebíveis e Seu Impacto no Valor das Originadoras: Evidências do Mercado Brasileiro**. 2011. Dissertação (Mestrado em Ciências Economia) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8364/66080100254.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 18 de maio de 2022.

GUTTMANN, Robert. **Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças**. Novos Estudos CEBRAP, São Paulo, n. 82. p. 11-33, 2008.

LIMA, Lucas. **Securitização de Ativos: Iniciando a Exploração da Nova Fronteira**. 2007. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2007. Disponível em: <<https://dspace.mackenzie.br/bitstream/handle/10899/23509/Lucas%20de%20Lima%20Neto.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: de junho de 2022.

LUXO, José Carlos Augusto. **O impacto da securitização de ativos nos indicadores financeiros e no beta das empresas**. 2007. 234 f. Tese (Doutorado) - Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04072007-115118/publico/TESEJOSELUXO.pdf>>. Acesso em: 18 de maio de 2022.

MACHADO, Camila. 2009. **Securitização de Ativos Imobiliários no Brasil: análise comparativa com o México**. Rio de Janeiro: FGV Rio. 2009. 68 p.

NEOFEEED. **FIDCs ganham “crédito” impulsionados por uma nova onda de *fintechs***. Disponível em <<https://neofeed.com.br/blog/home/fidcs-ganham-credito-impulsionados-por-uma-nova-onda-de-fintechs/>>. Acesso em 10 de julho de 2022.

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. Instituto Assaf. São Paulo: Atlas. 14ª edição. 2018. 400 p.

PIRES, Daniela. **Os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios**. 2ª ed. – São Paulo: Almedina, 2015.

RIBEIRO JÚNIOR, José A. **Securitização de Recebíveis: elementos constitutivos no direito brasileiro**. 1ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020.

SANDRONI, P. **Dicionário de Economia do século XXI**. Rio de Janeiro: Editora Record, 2016.

SANTANA, Rogério de Araújo. **O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios como Alternativa de Financiamento: 2001–2005**. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Disponível em: <<https://sapientia.pucsp.br/bitstream/handle/9295/1/ECO%20-%20Rogério%20A%20Santana.pdf>>. Acesso em: 10 de junho de 2022.

SANTOS, Cláudio Gonçalves dos. **Desintermediação Financeira: O Papel da Securitização Como Mecanismo de Financiamento para Empresas**. 2013. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Financeiras) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2013. Disponível em: <<https://tedeantiga.pucsp.br/bitstream/handle/1542/1/Claudio%20Goncalves%20dos%20Santos.pdf>>. Acesso em: 15 de maio de 2022.

SOUZA, Adriano Boni de. **Securitização de Recebíveis de Agroenergia: um Estudo de Caso Baseado em Títulos do Agronegócio**. Dissertação de Mestrado. Escola de Economia

de São Paulo, 2010.

UQBAR, **Anuário UQBAR FIDC 2022**. Rio de Janeiro, 2022. Disponível em:
<<https://lp.uqbar.com.br/anuarios2022/fidc.php>>. Acesso em 25 de junho de 2022.