



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

LEONARDO SELIS LAGO MOREIRA

**DO RISCO À SECURITIZAÇÃO CONTEMPORÂNEA: O PAPEL DOS FIDCS NO
CRÉDITO MODERNO**

Uberlândia

2024

LEONARDO SELIS LAGO MOREIRA

**DO RISCO À SECURITIZAÇÃO CONTEMPORÂNEA: O PAPEL DOS FIDCS NO
CRÉDITO MODERNO**

Artigo apresentado ao Instituto de
Economia e Relações Internacionais da
Universidade Federal de Uberlândia como
requisito parcial para obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas

Orientador: **Prof. Dr. Marcelo Sartorio
Loural**

Uberlândia

2024

LEONARDO SELIS LAGO MOREIRA

**DO RISCO À SECURITIZAÇÃO CONTEMPORÂNEA: O PAPEL DOS FIDCS NO
CRÉDITO MODERNO**

Artigo apresentado ao Instituto de
Economia e Relações Internacionais da
Universidade Federal de Uberlândia como
requisito parcial para obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas

Orientador: **Prof. Dr. Marcelo Sartorio
Loural**

Uberlândia – MG, 28 de novembro de
2024.

BANCA EXAMINADORA

SUMÁRIO

1. Introdução.	05
2. Psicologia, Risco e Dívida.	07
2.1. Risco e a origem do conceito de dívida.	07
2.2. Sobre os tipos de dívida.	11
3. Introdução à Securitização no Brasil.	12
4. Dinâmica da Securitização.	16
4.1. Comportamento de uma SPE.	18
4.2. Recebíveis performados e não performados.	20
4.3. Riscos da securitização.	22
5. FIDCs.	23
5.1. Estrutura de Capital e Modelos de FIDCs.	23
5.2. Regulamentação.	24
5.3. Resolução CVM 175.	25
6. Considerações Finais.	28
Referências Bibliográficas.	29

DO RISCO À SECURITIZAÇÃO CONTEMPORÂNEA: O PAPEL DOS FIDCS NO CRÉDITO MODERNO

LEONARDO SELIS LAGO MOREIRA

RESUMO

O artigo explora a evolução dos conceitos de crédito e dívida, destacando suas origens e transformações ao longo da história. A construção do crédito é resultado de um processo histórico extenso, com uma ênfase na noção de risco, tema abordado por Peter Bernstein em *Against the Gods*. Diferente do crédito, a dívida sempre existiu em interações humanas, apenas formalizada posteriormente, revelando uma noção intrínseca de risco e necessidade de segurança. Ao longo do tempo, o conceito de dívida se manteve fluido, ajustando-se às mudanças culturais e econômicas, o que nos leva a uma discussão sobre dívidas morais e financeiras. Além disso, é introduzido o conceito de securitização, abordando tanto sua definição teórica quanto sua aplicação prática. O objetivo principal do estudo é entender como a regulamentação influencia a securitização, especialmente no contexto dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs). São discutidas a Lei 9514 e a Resolução CVM 175 de 2023, evidenciando o peso significativo das regulamentações e seu efeito no mercado de securitização. Entre os pontos analisados estão os modelos de FIDCs e as alterações recentes na estrutura de capital, classes de cotas e funções dos gestores, demonstrando como o ambiente regulatório molda o desenvolvimento desse mercado no Brasil.

Palavras-chave: Crédito, risco, securitização, FIDC, resolução CVM.

1. Introdução

O mercado de crédito no Brasil é amplo e cresce de forma acelerada. O objetivo do estudo em questão é entender como os movimentos da legislação impactaram os instrumentos de securitização, especificamente os FIDCs. O crédito, como o entendemos hoje, é o resultado de uma complexa e contínua construção histórica. Embora o conceito de dívida e trocas sempre tenha existido, o desenvolvimento da noção de risco associado a essas transações é uma parte essencial da evolução dos mercados financeiros. Inspirado pelas discussões presentes na obra *Against the Gods* de Bernstein (1996), este texto propõe uma análise que percorre essa

trajetória, desde as práticas rudimentares de troca até os sofisticados mecanismos atuais, como a securitização e os FIDCs.

A ideia de dívida, tanto moral quanto financeira, esteve sempre presente no comportamento humano, mesmo antes de receber um nome formal. A justiça e a necessidade de segurança contra perdas de valor já se mostravam centrais desde os primeiros registros de trocas, como também destaca a obra de Schmandt-Besserat (2014) ao apontar a importância da formalização da linguagem para o surgimento de sistemas de troca e, conseqüentemente, dos conceitos de crédito e dívida. A partir dessa perspectiva, discutiremos como o conceito de dívida tem se adaptado ao longo dos séculos, mantendo um cerne constante, mas ajustando-se às demandas e linguagens de cada época. Em seguida, introduzimos o conceito de securitização, um dos principais mecanismos modernos de gestão de risco e liquidez. Diferentes autores, incluindo Daniela Marin Pires (2015), definem a securitização de maneiras específicas, mas o ponto comum é o seu uso prático para transformar recebíveis em ativos negociáveis, processo essencial no mercado financeiro brasileiro atual.

Na dinâmica da securitização, a diferença entre uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) e os FIDCs se torna crucial. Embora muitos confundam essas estruturas, a SPE atua como veículo central na securitização, enquanto os FIDCs desempenham um papel de captação de recursos, operando de maneira distinta, mas correlacionada. Ao longo deste trabalho, explicaremos como ocorre a aquisição de ativos, os mecanismos de defesa e o ciclo de vida das SPEs, com ênfase nos recebíveis performados e não performados. Ao abordar os FIDCs, discutiremos sua estrutura de capital e os diversos modelos existentes, além de aprofundarmos o efeito das recentes mudanças regulatórias, especialmente a CVM 175, que entrou em vigor em outubro de 2023. Exploraremos como essas alterações afetam a dinâmica dos FIDCs no Brasil, trazendo números que demonstram a relevância e o efeito dessa modernização na regulamentação do mercado. Assim, o texto traça uma linha desde as primeiras noções de dívida até a complexidade dos FIDCs e sua regulação no cenário contemporâneo.

Para explicar essa linha, caminharíamos entre os principais tópicos do texto. Inicialmente temos Psicologia, Risco e Dívida, tratando do desenvolvimento da noção de risco e como essa percepção influenciou as decisões humanas ao longo do tempo, especialmente no que se refere às trocas e à segurança necessária nas transações. Ainda nesse tema, há uma discussão sobre como tais pontos se relacionam com dívidas, inicialmente morais e posteriormente financeiras. Em seguida, exploramos a Introdução à Securitização no Brasil, analisando o surgimento e a evolução desse mecanismo financeiro no contexto nacional, assim como o efeito dos

instrumentos de securitização no mercado brasileiro. No capítulo sobre a Dinâmica da Securitização, discutimos as diferenças entre as Sociedades de Propósito Específico (SPEs) e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), destacando como essas estruturas operam de forma complementar no processo de securitização, com especial ênfase na aquisição e gestão de ativos. Por fim, no tópico dedicado aos FIDCs, abordamos sua estrutura de capital, modelos operacionais e o efeito das mudanças regulatórias recentes, com foco na Resolução CVM 175 de 2023. Essa análise busca demonstrar como tais evoluções impactam o mercado de securitização, consolidando os FIDCs como instrumentos fundamentais no cenário financeiro brasileiro atual.

2. Psicologia, Risco e Dívida

2.1 Risco e a origem do conceito de dívida

O conceito atual de dívida é derivado de uma extensa construção, não só mercadológica, mas também psicológica. Tal construção, extensa, não será abordada em sua plenitude. Entretanto, gostaria de discutir, brevemente, como se relaciona a noção de risco e crédito na sociedade atual. Para isso, observaremos a construção, muito bem retratada no livro *Against the Gods: A remarkable history of risk*, do psicólogo social da humanidade e sua relação com chance e risco.

A ideia revolucionária que define a fronteira entre os tempos modernos e o passado é o domínio do risco: a noção de que o futuro é mais do que um capricho dos deuses e que homens e mulheres não são passivos diante da natureza. Até os seres humanos descobrirem uma forma de ultrapassar essa fronteira, o futuro era um reflexo do passado ou o domínio obscuro de oráculos e adivinhos que detinham o monopólio do conhecimento sobre eventos futuros. Ao definir um processo racional de tomada de riscos, esses inovadores proporcionaram o ingrediente que impulsionou a ciência e o empreendedorismo para o mundo da velocidade, poder, comunicação instantânea e finanças sofisticadas que caracteriza nossa era. Suas descobertas sobre a natureza do risco e a arte da ciência da escolha estão no cerne da nossa moderna economia de mercado, que as nações ao redor do mundo buscam rapidamente integrar. Apesar de todos os seus problemas e armadilhas, a economia livre, tendo a escolha como seu centro, trouxe à humanidade um acesso sem precedentes às coisas boas da vida. A capacidade de definir o que pode acontecer no futuro e escolher entre alternativas está no coração das sociedades contemporâneas. A gestão de riscos orienta-nos em uma vasta gama de decisões, desde alocar riqueza até proteger a saúde pública, travar guerras até planejar uma família, pagar prêmios de seguro até usar o cinto de

segurança, plantar milho até comercializar flocos de milho. (Bernstein, 1996, p 18-21 – Tradução própria).

A obra destaca que "A ideia revolucionária que marca a fronteira entre os tempos modernos e o passado é o domínio do risco: a noção de que o futuro é mais do que um capricho dos deuses e que homens e mulheres não são passivos diante da natureza. Até que os seres humanos descobriram um caminho através dessa fronteira, o futuro era um reflexo do passado ou um domínio obscuro de oráculos e adivinhos, que detinham o monopólio sobre o conhecimento dos eventos futuros". Esse processo racional de assumir riscos impulsionou a ciência, os negócios e a estruturação financeira moderna, sendo um pilar central na economia de mercado, onde a escolha se tornou um elemento essencial para a prosperidade humana.

O mais interessante nessa análise é o progresso do processo racional de tomada de risco, que se reflete em diversas esferas da vida contemporânea, desde a agricultura até a alocação de capital e o planejamento familiar. Essa noção de risco está intrinsecamente ligada ao conceito de dívida, que, sob essa perspectiva, pode ser entendido como uma forma de administrar incertezas e garantir o desenvolvimento econômico. Para ilustrar esse ponto, podemos recorrer a exemplos históricos, como o surgimento de um modelo de escrita para realização de trocas, que transformou, ao longo prazo, as dinâmicas de responsabilidade e registro - impactando profundamente a forma como os indivíduos e as sociedades lidam com risco e dívida ao longo da história.

Nesse sentido, o desenvolvimento do sistema de trocas por meio de uma linguagem rudimentar reforça a ideia de que, mesmo sem definições formais na época, já existia uma noção implícita de risco entre os indivíduos. Além disso, observa-se a presença de uma necessidade fundamental de segurança nas transações, muitas vezes vinculada à ideia de justiça, na medida em que o objetivo era evitar a perda de valor durante o processo de troca.

...Dos três sistemas de escrita, portanto, apenas o mais antigo, o sistema cuneiforme mesopotâmico, inventado em Sumer, no atual Iraque, por volta de 3200 a.C., pode ser rastreado sem interrupção ao longo de um período de 10.000 anos, desde um antecedente pré-histórico até o alfabeto atual. Sua evolução é dividida em quatro fases: (a) fichas de argila representando unidades de bens eram usadas para contabilidade (8000–3500 a.C.); (b) as fichas tridimensionais foram transformadas em sinais pictográficos bidimensionais, e, assim como as fichas, o sistema pictográfico servia exclusivamente para contabilidade (3500–3000 a.C.); (c) sinais

fonéticos, introduzidos para transcrever o nome de indivíduos, marcaram o ponto de virada em que a escrita começou a emular a linguagem falada e, como resultado, tornou-se aplicável a todos os campos da experiência humana (3000–1500 a.C.); (d) com duas dúzias de letras, cada uma representando um único som, o alfabeto aperfeiçoou a representação da fala. Após a ideografia, logografia e silabários, o alfabeto representa uma segmentação adicional de significado. (Besserat, 2014, p.2 - Tradução própria)



Figura 1 - Sistema de Tokens utilizados para comunicação e trocas

Envelope, tokens and corresponding markings, from Susa, Iran (Courtesy Musée du Louvre, Département des Antiquités Orientales)

...O sistema de fichas tinha pouco em comum com a linguagem falada, exceto que, como uma palavra, uma ficha representava um conceito. Diferente da fala, as fichas eram limitadas a um único tipo de informação, ou seja, bens materiais. Diferentemente da linguagem falada, o sistema de fichas não fazia uso de sintaxe. Ou seja, seu significado era independente da ordem de posicionamento. Três cones e três ovóides, distribuídos de qualquer maneira, eram traduzidos como 'três cestas de grãos, três jarros de óleo.' Além disso, o fato de que as mesmas formas de fichas eram usadas em uma grande área do Oriente Próximo, onde muitos dialetos diferentes teriam sido falados, mostra que as fichas não eram baseadas na fonética. Portanto, os bens que representavam eram expressos em várias línguas. O sistema de fichas mostrava o número de unidades de mercadorias em correspondência direta: x jarros de óleo eram representados por x ovóides. Repetir 'jarro de óleo' x vezes para expressar pluralidade é diferente da linguagem falada. (Besserat, 2014, p.3 - Tradução própria)

Antes do surgimento da escrita como a conhecemos, os chamados *tokens* serviam para representar conceitos.

“...O sistema de fichas tinha pouco em comum com a linguagem falada, exceto que, como uma palavra, uma ficha representava um conceito.” (Besserat, 2014, p. 3 – Tradução própria)

Nesse estágio inicial, a informação transmitida pelos *tokens*, restrita a bens materiais, tinha uma aplicação clara no comércio, funcionando como uma forma de comunicação sem o uso de palavras propriamente ditas, mas que permitia a realização de transações. Como observado:

“O sistema de fichas mostrava o número de unidades de mercadorias em correspondência direta: x jarros de óleo eram representados por x ovoides.” (Besserat, 2014, p. 3 – Tradução própria)

A necessidade de troca entre povos surge como principal motivador para o desenvolvimento desse sistema. Embora o objetivo aqui não seja discutir as motivações iniciais para a criação da escrita, pode-se simplificar o raciocínio destacando que justiça e segurança foram fatores centrais na construção desse modelo. A justiça, muitas vezes associada à segurança, reflete um movimento de autodefesa nas transações. O estabelecimento de um sistema de trocas visava, sobretudo, evitar perdas de valor na transação, mais do que garantir a entrega de algo de valor equivalente à contraparte. A criação de contratos, por exemplo, evidencia esse princípio, ao proporcionar proteção a ambas as partes envolvidas.

Diante desse argumento, é relevante observar a necessidade de segurança e a compreensão, ainda que inconsciente, do risco. Para que o risco exista, é necessário que algo de valor esteja em jogo – sem valor, não há risco. Assim, percebe-se que, desde os primórdios, essa noção primitiva envolve o conceito de valor, mesmo que de forma distinta da atual. Desde então, o ser humano busca proteger o que lhe é valioso e, em situações de troca, garantir que a transação ocorra conforme o acordado, controlando o risco e assegurando que ambas as partes cumpram com suas obrigações. De maneira semelhante, ao se pensar no risco no contexto de crédito na contemporaneidade, a discussão deve considerar as responsabilidades das partes envolvidas. Há sempre um compromisso a ser cumprido, um acordo estabelecido.

Dessa forma, chegamos a conceitos mais próximos da realidade contemporânea. Uma vez estabelecido que os principais elementos que envolvem as dívidas — risco, valor e segurança — são intrínsecos à experiência humana, torna-se natural traçar paralelos entre esses modelos primitivos e suas manifestações no mundo moderno. Hoje, essas mesmas noções se

apresentam de maneira mais sofisticada e complexa, com novos termos e abordagens, refletindo o avanço da sociedade e o desenvolvimento de sistemas financeiros cada vez mais elaborados.

2.2 Sobre os tipos de dívida

A dívida, em suas várias formas, sempre desempenhou um papel central nas relações econômicas e sociais, moldando o comportamento humano ao longo da história. Em tempos antigos, contratos de dívida eram firmados de maneira informal, onde as garantias envolviam compromissos sociais ou mesmo a união de famílias através de casamentos.

Ainda que se misturem com avanço da história, o conceito aqui criado de “Dívida Moral” seria, de fato, uma Dívida Financeira que tenha a obrigação da contraparte um valor monetário “não usual”. A usualidade, ou falta dela, passa pelo principal instrumento utilizado como intermediário de transações no tempo em questão, em nosso caso seria o dinheiro. Tal definição baseia-se no fato de que, em diferentes épocas, transações monetárias utilizaram instrumentos variados. Somente com a popularização do papel moeda, como o conhecemos hoje, é que houve uma uniformidade nesses instrumentos e, por conseguinte, uma segmentação mais clara do que seria, de fato, uma unidade monetária e como ela se relaciona com outras obrigações. Posto isso, somente em tempos atuais que teríamos uma Dívida Financeira, tendo como definição uma obrigação a ser quitada por valores monetários. Como posto, tais valores se confundem na história, podendo um casamento, por exemplo, uma contraparte de dívida.

Na Europa medieval, os casamentos eram frequentemente arranjados por razões econômicas e políticas. As famílias utilizavam o casamento de uma filha para quitar dívidas ou formar alianças. O dote, que acompanhava a noiva, servia não apenas como um meio de sustentá-la em seu novo lar, mas também como uma forma de pagamento à família do noivo, aliviando, assim, encargos financeiros. (Gies, 1987, p.48 – Tradução própria)

Ainda que se tenha quase um conceito fluido, o importante aqui é que se tenha claro que o cerne da relação, entre Dívida Moral e Financeira, se mantém historicamente, mas que os termos mudam com o tempo. No presente, a dívida assumiu contornos mais concretos e estruturados, ancorando-se em conceitos financeiros bem definidos, como títulos, garantias e taxas de juros. Nesse sentido, o avanço das estruturas de crédito e a sofisticação dos instrumentos financeiros, como a securitização, revelam uma continuidade, mas também uma evolução do conceito de dívida.

Atualmente, à medida que o mercado de crédito se expande e inova, a securitização se destaca como uma resposta eficiente às demandas por novos modelos de financiamento. Bancos, fundos de investimentos e outras instituições são atraídos pela promessa de um retorno previsível e, muitas vezes, mais seguro, com ativos segregados das empresas que os originaram. No entanto, ao mesmo tempo em que o modelo de securitização permite a captação de recursos de maneira eficaz, ele também amplia a necessidade de uma avaliação criteriosa dos ativos e dos fluxos de caixa subjacentes, pois a ausência de garantias corporativas pode aumentar a exposição ao risco. Conclui-se, portanto, que o mercado de crédito tem passado por uma evolução significativa, com a securitização emergindo como uma ferramenta inovadora e cada vez mais relevante nos últimos anos. Esse desenvolvimento exige uma análise mais aprofundada e detalhada, tanto para compreender suas implicações quanto para avaliar suas contribuições para a eficiência e segurança nas operações financeiras. Ainda assim, é evidente que, apesar das transformações nos instrumentos utilizados, o princípio essencial da dívida – a obrigação de retribuição ou pagamento – permanece como a base das relações econômicas, atravessando diferentes contextos históricos e institucionais.

3. Introdução à Securitização no Brasil

A securitização, mecanismo fundamental no mercado financeiro moderno, desempenha um papel crucial na alocação de capital e na gestão de riscos. Ao transformar ativos ilíquidos em títulos negociáveis, a securitização permite que instituições financeiras diversifiquem seus portfólios e ampliem suas operações de crédito.

Securitização é o processo pelo qual fluxos de caixa de múltiplas obrigações de dívida são agrupados e vendidos a investidores. Ao transferir o risco das obrigações de dívida para os investidores, os credores ficam livres para conceder mais crédito. Portanto, a securitização afeta significativamente a quantidade de empréstimos concedidos em um determinado mercado. Por exemplo, se os empréstimos para automóveis não fossem securitizados, eles teriam que ser mantidos nos balanços dos bancos, e um capital substancial seria necessário para respaldá-los. Assim, seriam concedidos menos empréstimos para automóveis e o custo desses empréstimos provavelmente seria maior. (Fabozzi, 2008, p.5-8 – Tradução própria).

Ainda que, no modelo atual, a Dívida Securitizada e, principalmente, os instrumentos financeiros para que a mesma aconteça, sejam recentes, existem alguns indícios que tal dinâmica remonta a tempos mais antigos.

A securitização tem origem recente, e, embora possa ter havido operações com estruturas semelhantes anteriormente, o nascimento dessa operação tem sua base no mercado imobiliário dos Estados Unidos dos anos 70 do século recém-findo. Naquela época, a demanda por recursos para financiamento da habitação e a pouca oferta de capitais fizeram com que o mercado encontrasse mecanismos alternativos para o financiamento imobiliário tradicional. No Brasil, a securitização começou a ser utilizada em operações de exportação no final da década de 1980, mas foi nos anos 90 que ela iniciou seu desenvolvimento, especialmente para o financiamento de projetos imobiliários. (Caminha, 2013, p.209).

No texto de Caminha, há citação de “operações com estruturas semelhantes anteriormente”, fazendo referência a década de 1930, pontuando que o governo americano teria criado formas de financiamento para habitação graças a grande depressão. Entretanto, ainda é possível identificar estruturas próximas nos séculos XII e XV, conforme pontuando por Meir G Kohn e explicado por Daniela Marin Pires, em seu livro Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC).

As primeiras estruturas de securitização apareceram na Itália, entre os séculos XII e XV, conforme salienta Meir G Kohn, mais especificamente em Gênova, nas comunas italianas. O objetivo era propiciar a essas comunas recursos para financiar as guerras, as colonizações ou a construção de navios de guerra. Para tanto, recebiam recursos de investidores, os quais formavam um sindicato de investidores denominados compera; em troca, recebiam ações representativas do direito de receber recursos provenientes da arrecadação de tributos criados para os fins dessa transação. (Pires, 2019, p.14).

Ainda tendo o ponto, é possível perceber que Caminha e Pires concordam com o fato de que a modernização da securitização se dá na década de 1970.

“A era moderna da securitização surgiu nos anos 70 do século XX, nos Estados Unidos, no mercado imobiliário, em razão da pouca oferta de capitais, como alternativa de financiamento no setor.” (Pires, 2019, p.14).

Posto isso, vale capturar ainda a visão de Caminha a respeito da securitização, assim como, posteriormente, compreender um pouco mais sobre a, talvez, principal figura desse modelo de dívidas.

Do ponto de vista financeiro, a securitização em sentido estrito é uma operação por meio da qual se mobilizam ativos - presentes ou futuros - que de outra maneira não teriam a possibilidade de se autofinanciar ou gerar renda presente. A possibilidade de se emitirem títulos ou valores mobiliários a partir de uma operação de cessão ordinária é uma forma de se mobilizarem créditos gerados nas mais diversas operações, ainda que tais créditos só venham a ser realizados no futuro. Com a securitização, o agente econômico que origina créditos pode diluir os riscos de sua carteira de recebíveis, mesmo que ela seja futura, e adiantar receitas a ela referentes ou financiar projetos pela emissão de títulos lastreados nessa carteira. Assim, a função econômica da securitização pode ser resumida em três aspectos: mobilizar riquezas, dispersar riscos e desintermediar o processo de financiamento. (Caminha, 2013, p.210-211).

Caminha oferece uma visão abrangente da securitização, destacando seu papel fundamental na mobilização de ativos, dispersão de riscos e desintermediação do processo de financiamento. Ao transformar ativos em títulos negociáveis, a securitização permite que empresas antecipem receitas, diluam riscos e obtenham recursos para novos investimentos. Posto isso, a securitização se torna, nos dias de hoje, um mecanismo financeiro de grande relevância. Cabe, ainda e como já mencionado, aprofundar na sua propagação, assim como em seus mecanismos e principal instrumento.

Uma figura icônica do mercado financeiro americano que entendeu o processo de Dívida Securitizada como ninguém, estando até atrelado a criação de alguns dos instrumentos de securitização, é Lewis Ranieri. Embora não tenha sido o inventor dos títulos hipotecários (mortgage-backed securities), Ranieri desempenhou um papel crucial na consolidação e popularização desses investimentos. Além disso, ele contribuiu significativamente para a

criação das Obrigações Colateralizadas de Hipotecas (CMOs), outra forma complexa de reempacotamento de dívida. Após sua introdução, a prática da securitização se espalhou rapidamente pelo mercado financeiro global. Até os dias atuais, a securitização desempenha um papel vital na gestão de diversos tipos de dívidas, desde dívidas de cartão de crédito até dívidas soberanas, contribuindo para o desenvolvimento econômico de várias nações. Nas palavras de pessoas próximas a ele, como é descrito no livro *Lier's Poker* de Michael Lewis:

...A mudança de Ranieri para o departamento de hipotecas foi um evento seminal no auge da era de ouro dos traders. Com sua nomeação em meados de 1978, a história do mercado de hipotecas, como é convencionalmente contada dentro do Salomon Brothers, começa. Dall sabe exatamente por que ele escolheu Ranieri. "Eu preciso de um trader forte". Lewie não era apenas um trader: Ele tinha a mentalidade e a vontade de criar um mercado. Ele era de mente forte. Ele não se importava em esconder uma perda de um milhão de dólares de um gerente, se fosse necessário. Ele não deixava a moralidade atrapalhar. Bem, moralidade não é a palavra certa, mas você sabe o que quero dizer. Nunca vi ninguém, educado ou não, com uma mente mais rápida. E o melhor de tudo, ele era um sonhador. (Lewis, 1989, p.79-80 – Tradução própria).

Embora ainda em sua forma embrionária, a exploração desse novo mercado mostra como a trajetória de Ranieri se confunde com a própria evolução da securitização. Na década de 1970, nos Estados Unidos, a necessidade de alguns investidores e a habilidade de outros se uniram, permitindo um grande avanço no mercado.

De maneira distinta aos Estados Unidos, sem a presença de uma figura central responsável, esse movimento iniciou no Brasil na década de 1980, tendo seu desenvolvimento foi impulsionado, por meio de legislações que deram suporte ao processo. O primeiro marco foi a regulamentação dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), estabelecida pela Lei Nº 9.514 de 1997, que tinha como objetivo fomentar o financiamento imobiliário com um arcabouço legal sólido. Esse modelo se mostrou eficaz e acabou sendo replicado em outras áreas. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), por exemplo, foram autorizados em 2001 através da Resolução 2.907/2001 do Conselho Monetário Nacional (CMN). Mais recentemente, em 2023, um novo conjunto de normas legais proporcionou um

grande impulso para os FIDCs, refletindo em um aumento significativo dos volumes, algo que pretendo explorar com mais detalhes em outra parte deste trabalho.

Ainda no contexto da legislação brasileira, a securitização é classificada pelo Banco Central como parte dos “ (i) Títulos Privados e (ii) Securitizáveis”.

- (I) *Títulos emitidos por empresas não financeiras no mercado de capitais doméstico (debêntures e notas comerciais), detidos por residentes, registrados na antiga Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados (Cetip) e atual B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (B3).*
- (II) *Incluem títulos emitidos por companhias securitizadoras - Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) – e direitos creditórios em carteira de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Esses instrumentos são lastreados em operações de crédito do SFN ou geradas fora do sistema financeiro.*

Com base na definição apresentada, é possível entender a visualização dos produtos considerados Títulos Securitizáveis para o mercado brasileiro. No entanto, essa definição não aborda a dinâmica operacional do produto. Portanto, é necessário compreender de maneira mais profunda como se dá o funcionamento operacional desses títulos, considerando toda a sua dinâmica.

4. Dinâmica da Securitização

Visando, como já mencionado, entender a dinâmica da Securitização, é interessante que se entenda como esta se dá por meio de uma SPE (Sociedade de Propósito Específico) – visando uma visão ampla do objeto. Posteriormente, uma dinâmica de fato com o instrumento FIDC, nosso objeto de estudo, será retratada. Importante ainda pontuar que, a grande diferença entre uma operação de securitização e o FIDC está na sociedade de propósito específico.

O FIDC é, portanto, uma espécie de operação de securitização. A única diferença entre a securitização e os FIDCs está, essencialmente, no fato de que, nas operações de securitização, compete à sociedade de propósito específico – a sociedade anônima – adquirir os direitos creditórios e emitir os valores mobiliários

lastreados neste, ao passo que nos FIDCs o fundo, que tem natureza jurídica de condomínio, de acordo com o disposto no art. 3º, inc. I, da Instrução CVM nº 356/2001³ - embora existam controvérsias na doutrina, conforme será abordado neste trabalho -, desempenha o papel da sociedade de propósito específico. (Pires, 2019, p.10)

A SPE, no Brasil, pode ser utilizada para estruturar projetos de securitização, mas a regulamentação e o ambiente de mercado geralmente favorecem os FIDCs, especialmente em casos onde o objetivo é captar recursos de investidores institucionais. O FIDC tem a vantagem de ser uma estrutura mais padronizada para aquisição e gestão de direitos creditórios, além de contar com uma regulação bem estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o que facilita o processo de distribuição de cotas a investidores. Em contraste ao realizado no Brasil, nos Estados Unidos, por exemplo, o modelo se dá por meio do Special Purpose Vehicle (SPV), que é, teoricamente, equivalente à SPE e amplamente utilizado em securitizações para isolar ativos e passivos – isto é, não necessariamente a sociedade de propósito específico é um fundo.

Para esclarecer a operacionalidade mencionada e, posteriormente, traçar um paralelo com o processo que utiliza um fundo como SPE, tem-se a seguinte definição:

Pelos processos da securitização, a sociedade que possui um ativo a ser securitizado – sociedade originadora dos recebíveis – e que necessita antecipar a receita futura proveniente desse ativo – cede-os a uma sociedade de propósito específico ou a um fundo criado exclusivamente para essa finalidade, sem que tal sociedade tenha em princípio qualquer passivo que não o valor devido à originadora. Nesse caso, essa sociedade de propósito específico emitirá títulos/valores mobiliários, os quais serão garantidos por ativos segregados do patrimônio da empresa originadora, e que serão vendidos para investidores no âmbito do mercado de capitais. Com os recursos desses investidores, despendidos para aquisição de tais valores mobiliários, a sociedade de propósito específico, o fundo ou trust pagará à originadora, como contraprestação da cessão de créditos, sendo o valor recebido por esta deduzido de um desconto em relação ao valor total dos recebíveis objeto da securitização, uma vez que esses recebíveis têm vencimento futuro. (Pires, 2019, p.18-19)

A securitização, como demonstrado, é um mecanismo financeiro complexo que envolve a transferência de ativos de uma sociedade originadora para uma sociedade de propósito específico (SPE). Essa operação, ao antecipar o recebimento de receitas futuras, permite que as empresas otimizem seu fluxo de caixa e aloquem recursos em novos projetos. No entanto, a compreensão integral da securitização exige uma análise aprofundada dos processos subsequentes, como a aquisição dos ativos pela SPE e a gestão do ciclo de vida desses títulos.

4.1 Comportamento de uma SPE

Basicamente, a operação de uma SPE inicia com a presença de caixa no ativo, utilizado para adquirir os ativos do cedente. A partir dessa aquisição, a SPE passa a deter ativos geradores de caixa - o que reduz o risco da operação, pois, mesmo em caso de falência do cedente, os ativos permanecem apartados e continuam gerando receitas. Esses recebimentos são, em essência, a remuneração acordada, definida pela taxa de desconto estabelecida. Na ausência de caixa inicial na SPE, a aquisição dos ativos pode ser realizada por meio de dívida, seja através de credores ou investidores. Nessa situação, é crucial que a SPE assegure que a remuneração dos ativos seja superior aos custos financeiros gerados pela dívida (incluindo amortização e juros). Caso contrário, ou seja, se a remuneração dos ativos não for suficiente para cobrir as obrigações da dívida, será necessário o aporte de recursos próprios para honrar esses compromissos financeiros.

Com os ativos começando a gerar caixa, a Sociedade de Propósito Específico entra em um período de reinvestimento. Também conhecido como *revolver* (“*revolving period*”), esse período é caracterizado pelo pagamento exclusivo de juros aos investidores, enquanto todo o resultado obtido é reinvestido, conforme sugere o próprio nome. Ao final desse ciclo, inicia-se a fase de amortização (“*amortization period*”), momento em que o principal da dívida começa a ser amortizado. A amortização pode ocorrer em uma única parcela, *bullet*, ou ser realizada de forma parcelada, por meio de cupons.

Ainda no tema de amortização, é válido detalhar a distinção existente entre as classes de títulos presentes em uma Sociedade de Propósito Específico, uma vez que cada classe oferece diferentes níveis de risco e retorno – são elas, sênior, mezanino e subordinada. Em primeiro lugar, os títulos da classe sênior, que possuem prioridade na amortização, oferecem um retorno mais baixo. Por outro lado, os títulos subordinados, que são amortizados por último, oferecem retornos mais elevados, recompensando os investidores pela sua posição de menor prioridade. Entre essas duas classes, encontra-se a classe mezanino, que tem uma posição

intermediária tanto em termos de prioridade de amortização quanto de retorno, sendo amortizada após a classe sênior, mas antes da subordinada. Dado o exposto, é possível afirmar que o risco de cada classe está diretamente relacionado à sua posição na ordem de amortização. As classes sênior, por serem amortizadas primeiro, são consideradas as mais seguras, enquanto as subordinadas, que são as últimas a receberem o pagamento do principal, representam um investimento mais arriscado. A classe mezanino, por sua vez, ocupa uma posição de risco e retorno intermediários.

Além disso, antes que ocorra a amortização dos títulos, a SPE deve primeiramente arcar com todos os custos relacionados à operação de securitização. Isso inclui o pagamento de juros acordados, taxas de serviços para administradores terceirizados, custos legais e administrativos, bem como eventuais perdas decorrentes de inadimplência ou depreciação dos ativos garantidores. No caso específico dos FIDCs, a necessidade de contratar agentes adicionais é uma característica importante, que será discutida posteriormente. Por fim, quando a SPE é analisada sob uma ótica contábil, como uma empresa que possui um Demonstrativo de Resultados e um Balanço Patrimonial, esses gastos podem ser classificados como custos e despesas operacionais do veículo. Esses custos são, em geral, calculados como um percentual dos rendimentos gerados pela SPE e são distribuídos entre as diferentes classes de títulos, sempre respeitando suas respectivas prioridades de pagamento e estrutura de custos. Desse modo, a estrutura de amortização e a gestão dos custos operacionais desempenham papéis cruciais na rentabilidade de cada classe de títulos.

Como garantia que todo o processo descrito acima irá acontecer, tem-se alguns mecanismos de defesa adotados pelas SPE's e muito utilizados pelos FIDCs.

A proteção ao capital investido por terceiros em uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) é assegurada por meio de uma série de metas que a SPE deve cumprir para permanecer apta à renovação de suas operações. Caso a SPE acione determinados gatilhos pré-estabelecidos, poderá ser obrigada a realizar a amortização antecipada do capital dos investidores. Esses gatilhos são estruturados com o objetivo de proteger o capital dos detentores de títulos, resultando na antecipação da amortização da dívida sempre que a performance da SPE não estiver alinhada com as expectativas previamente acordadas com os investidores, tornando a SPE incapaz de cumprir suas obrigações financeiras.

Entre os principais gatilhos que podem antecipar a amortização estão a incapacidade de manter um "excess spread" adequado, falhas no pagamento de cupons e dificuldades na

renovação de recebíveis, entre outros fatores. Esses mecanismos operam como salvaguardas, minimizando os riscos enfrentados pelos investidores.

A estrutura de segurança em uma SPE é cuidadosamente desenhada para proteger os investidores e garantir a estabilidade financeira da sociedade. O *excess spread* refere-se à diferença entre a receita gerada pelos ativos da SPE, como os pagamentos de juros e principal pelos devedores, e os custos operacionais e obrigações da SPE, tais como pagamentos aos investidores e taxas administrativas. Esse spread oferece uma margem de segurança adicional que pode ser utilizada para cobrir perdas decorrentes de inadimplência, proteger os investidores e assegurar que a SPE tenha reservas suficientes para honrar suas obrigações, mesmo em cenários de maior risco.

Durante o período de revolvência, o *excess spread* desempenha um papel crucial. Nesse estágio, em vez de amortizar o capital ou devolver recursos aos investidores, a SPE reinveste as receitas, incluindo o *excess spread*, em novos ativos. Isso expande a base de ativos da SPE e, teoricamente, gera maior receita futura. Contudo, para que a SPE mantenha sua saúde financeira e mitigue os riscos de crédito, é essencial continuar gerando *excess spread* suficiente. Caso contrário, os investidores subordinados enfrentarão maior exposição ao risco de inadimplência. Como a cota subordinada é a última a ser amortizada e a primeira a absorver eventuais perdas, seu retorno depende diretamente da geração de *excess spread*.

Se a SPE não gerar *excess spread* suficiente, os investidores subordinados podem não ser remunerados, pois toda a receita será destinada, primeiramente, à cobertura de custos operacionais, à proteção dos investidores sêniores e à manutenção da SPE em conformidade com suas obrigações.

4.2 Recebíveis performados e não performados

Os recebíveis performados correspondem aos direitos creditórios que uma empresa possui em relação a transações já concretizadas. As organizações frequentemente optam por vender tais recebíveis como uma estratégia para otimizar sua liquidez, permitindo-lhes acessar recursos financeiros imediatos que, de outra forma, só seriam disponibilizados em momentos futuros. Para o investidor que adquire esses direitos, o risco a que está exposto se resume ao risco de crédito, isto é, à possibilidade de inadimplência da contraparte responsável pelo pagamento do recebível adquirido. Dessa forma, a precificação desses ativos, no contexto de antecipação e securitização, é relativamente simplificada, uma vez que a avaliação do risco foca

apenas na análise da qualidade de crédito da contraparte. Alguns exemplos seriam boletos bancários e pagamentos provenientes de cartões de crédito.

Em contraste, a securitização de recebíveis futuros ou não realizados envolve a antecipação de fluxos de caixa que ainda não foram realizados, mas que a empresa espera obter com base em contratos firmados ou projeções futuras. Diferentemente dos recebíveis realizados, esses fluxos de caixa ainda não se materializaram, pois dependem de transações que ainda não ocorreram, estando sujeitos a riscos adicionais, como o descumprimento de contratos ou falhas nas projeções de receita. Um exemplo desse tipo de situação ocorre quando uma empresa projeta receitas futuras com base em exportações, contratos de royalties ou compromissos comerciais futuros. Nesses casos, a companhia ainda não tem a certeza plena de quanto conseguirá gerar, seja em termos de exportações realizadas ou de royalties a serem recebidos, visto que há incertezas relacionadas a fatores externos, como a performance da safra agrícola ou a demanda pelo produto no mercado internacional. Esses fluxos futuros, portanto, expõem o investidor não apenas ao risco de crédito, mas também a riscos de performance e de mercado. No caso de uma projeção de exportação de soja, por exemplo, o título relacionado à operação não está apenas sujeito ao risco de inadimplência do comprador, mas também a variáveis como o desempenho da safra no ano em questão, a volatilidade dos preços da commodity e as oscilações cambiais, que podem divergir significativamente das expectativas no momento da securitização.

A securitização de recebíveis não realizados se justifica por uma variedade de razões, sendo uma delas o fato de permitir à empresa originadora o acesso a capital que, de outra forma, não estaria disponível. Ao antecipar esses recebíveis, a empresa transfere parte do risco ao investidor, o que lhe permite financiar suas operações de maneira mais eficiente e aumentar sua capacidade de alavancagem, incrementando, assim, o retorno sobre o capital dos acionistas (ROE). Naturalmente, o maior nível de risco inerente a essa operação implica em uma taxa de desconto mais elevada aplicada aos fluxos de caixa, possibilitando ao investidor, caso realize uma due diligence criteriosa, a obtenção de retornos acima da média do mercado. Mesmo nos casos em que o custo desse financiamento seja equivalente ou superior ao custo da dívida corporativa da empresa originadora, a operação pode ser vantajosa ao elevar o retorno sobre o capital próprio, resultado do aumento da alavancagem financeira da organização.

4.3 Riscos da Securitização

O trabalho de Daniela Prates e Maryse Fahri sobre o Shadow Banking System (SBS) oferece uma estrutura crítica para compreender os riscos inerentes à securitização, um instrumento financeiro complexo que, embora ofereça potenciais benefícios, pode também acarretar consequências negativas significativas. Em vez de aprofundar no SBS e na crise financeira de 2008, os próximos parágrafos incorporarão a análise de Prates e Fahri para exemplificar esses riscos.

Segundo Minsky (1989, 1996), a interação entre as mudanças no sistema financeiro e a dinâmica competitiva entre instituições bancárias e não bancárias resultou no que ele chama de “capitalismo dos gestores de dinheiro” (“money manager capitalism”). Esse conceito é caracterizado pela crescente relevância dos investidores institucionais, como fundos de pensão e fundos mútuos, uma classe de instituições financeiras não bancárias denominadas “gestores de dinheiro”. Duas inovações financeiras sublinham essa fase do capitalismo: a securitização de crédito, que permite aos bancos reduzir o risco de iliquidez intrínseco ao setor bancário, e a emergência das operações fora do balanço (off-balance-sheet, ou OBS).

Como destacam Prates e Fahri, o Acordo de Basileia I, de 1988, ao estabelecer um limite global de 8% para a relação capital/ativo ponderado pelo risco, incentivou os bancos a recorrer cada vez mais à securitização e às operações fora do balanço para contornar regulamentações e buscar novas fontes de receita. Esse processo, conhecido como arbitragem regulatória, deu origem a uma série de inovações financeiras negociadas no mercado de balcão (over-the-counter), transformando profundamente a natureza do sistema bancário nos Estados Unidos e o sistema financeiro internacional, culminando no surgimento de uma nova fase do “capitalismo dos gestores de dinheiro” no início do século XXI.

Prates e Fahri argumentam que os “gestores de dinheiro”, juntamente com outras instituições financeiras, assumiram o risco de crédito que os bancos retiraram de seus balanços. Isso foi viabilizado por duas inovações financeiras principais: títulos lastreados em ativos, como securities backed assets (ABS) e collateralized debt obligations (CDOs), além de derivativos de crédito.

Esses instrumentos permitiram que os bancos transferissem riscos de crédito de seus balanços e, conseqüentemente, expandissem significativamente a oferta de crédito. No entanto, ao multiplicar e redistribuir esses riscos globalmente para diversas instituições financeiras, tais instrumentos contribuíram para transformar - no caso de 2008 - uma crise de crédito clássica

(na qual as perdas potenciais correspondentes a empréstimos de baixa garantia são quantificáveis) em uma crise financeira sistêmica de âmbito internacional. Em síntese, a análise de Prates e Fahri oferece uma visão clara de como a securitização, apesar de seu potencial, apresenta riscos que podem desestabilizar o sistema financeiro.

5. FIDCs

5.1 Estrutura de Capital e Modelos de FIDCs

O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) apresenta uma estrutura de capital inovadora e distinta quando comparada à Sociedade de Propósito Específico (SPE). Enquanto a SPE tradicionalmente se financia através de dívida (debt) ou capital próprio (equity), o FIDC mobiliza recursos pela emissão de cotas. No entanto, ao contrário dos fundos de investimento convencionais, os cotistas de um FIDC não compartilham igualmente os mesmos níveis de retorno. As cotas são classificadas de acordo com sua senioridade, o que reflete diferentes níveis de risco e, consequentemente, de rentabilidade. Esse detalhe torna a estrutura do FIDC altamente flexível e adaptada a diferentes perfis de investidores.

A segmentação das cotas em sênior, subordinada e mezanino segue uma lógica que já pode ser observada no modelo das SPEs, no que tange à relação entre risco e retorno. Contudo, no caso dos FIDCs, uma prática comum no mercado é que os cedentes dos direitos creditórios, ou seja, aqueles que vendem os recebíveis ao fundo, retenham as cotas subordinadas. Esse comportamento demonstra um compromisso dos cedentes com o desempenho do fundo, funcionando como uma espécie de *“skin in the game”*.

A estrutura de um FIDC, portanto, permite uma alocação mais sofisticada de risco, sendo um mecanismo atrativo tanto para investidores mais conservadores, que buscam segurança nas cotas sênior, quanto para investidores dispostos a assumir maiores riscos, apostando nas cotas subordinadas em troca de retornos potencialmente mais altos. A diversidade de modelos de FIDCs disponíveis no mercado reflete a sua versatilidade e capacidade de adaptação a diferentes contextos econômicos e setoriais. Existem desde FIDCs Abertos, que oferecem maior liquidez aos cotistas, até os Fechados, mais voltados para operações de longo prazo. Além disso, FIDCs Multicedente e Monocedente, Multissacado e Monossacado, permitem maior ou menor concentração de risco em relação à origem e à diversidade dos direitos creditórios adquiridos pelo fundo. Por exemplo, enquanto um FIDC Multissacado diversifica seu risco ao adquirir direitos de diversos devedores, um FIDC Monossacado concentra-se em um único sacado, geralmente empresas de maior porte, com maior solidez financeira.

Dentro dessa variedade de modelos, o FIDC Fornecedor se destaca por seu papel estratégico no mercado brasileiro. Projetado para adquirir recebíveis de fornecedores, ele se mostra uma ferramenta poderosa para melhorar o capital de giro de pequenas e médias empresas (PMEs) que fornecem para grandes corporações. O mecanismo é relativamente simples, mas eficiente: o fornecedor, ao vender seus produtos ou serviços a prazo para seus clientes, cede seus recebíveis ao FIDC. Com isso, ele antecipa o valor a ser recebido, garantindo liquidez imediata para suas operações. O sacado, geralmente uma empresa de maior porte, permanece com o prazo original de pagamento, enquanto o fundo realiza a antecipação dos valores ao fornecedor.

A estrutura do FIDC Fornecedor é vantajosa para todas as partes envolvidas. Para os fornecedores, ele oferece uma solução alternativa ao crédito bancário tradicional. Para os investidores, a operação pode ser interessante devido ao menor risco associado aos sacados, que costumam ser grandes empresas com bom histórico de crédito. E para os próprios sacados, essa modalidade não altera os prazos previamente acordados com os fornecedores, mantendo o fluxo financeiro sob controle.

Assim, o FIDC Fornecedor exemplifica como a estrutura dos FIDCs pode ser moldada para atender às necessidades específicas de liquidez no mercado brasileiro.

5.2 Regulamentação

Os FIDCs, enquanto fundos de investimento, estão sujeitos às normas e resoluções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Para operar em conformidade com a regulação, o fundo deve contar com agentes que desempenham funções essenciais, sendo o principal o administrador. Este, caso não esteja habilitado pela CVM, pode contratar prestadores de serviços para atender às demais demandas regulatórias. Entre os agentes necessários estão o gestor - responsável por gerir a carteira de direitos creditórios, podendo ser a própria instituição que administra o fundo ou uma entidade separada -, o custodiante - responsável por garantir a segurança dos títulos e realizar a liquidação das operações -, o auditor independente - garante a transparência e a regularidade nas demonstrações financeiras do fundo -, e, por fim, o escriturador - responsável pelo controle dos registros dos cotistas e das movimentações das cotas.

Além desses, o administrador pode optar por contratar outros agentes que, embora não obrigatórios, podem adicionar maior segurança ao fundo. Todos os agentes devem ser certificados e autorizados pela CVM, e cabe ao administrador garantir a fiscalização de suas atividades.

Os FIDCs são obrigados a manter pelo menos 50% do seu Patrimônio Líquido investido em direitos creditórios, com o restante em títulos de renda fixa de alta liquidez. Além disso, existe a regra de concentração, que impede o fundo de alocar mais de 20% do patrimônio líquido em um único emissor. Entretanto, esse limite pode ser flexibilizado em casos específicos, como quando o devedor for uma companhia aberta com demonstrações financeiras auditadas ou quando o fundo for destinado apenas a investidores profissionais. No tocante aos direitos creditórios, estes podem ser performados (resultantes de operações já realizadas) ou não-performados (fluxos de caixa futuros e incertos), classificados como direitos creditórios não-padronezados.

5.2.1 Resolução CVM 175

Em 23 de dezembro de 2022, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou a Resolução CVM nº 175. Esta nova regulamentação aborda o funcionamento dos fundos de investimento e os prestadores de serviços envolvidos. A CVM separou os tipos de fundos em anexos e esclareceu certos pontos via ofício circular, buscando unificar o regramento entre diferentes fundos e regulamentar dispositivos da Lei da Liberdade Econômica (nº 13.874/2019). As inovações da Resolução, particularmente no que tange aos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs), despertaram o interesse do mercado, tanto pelos novos procedimentos quanto pela readequação dos fundos já existentes.

A Resolução moderniza a regulamentação dos fundos de investimento, aproximando-a das práticas internacionais e facilitando a atratividade de investidores estrangeiros. Além disso, a nova norma harmoniza o tratamento regulatório entre os diversos tipos de fundos no Brasil. Nessa primeira fase, a CVM focou na reformulação das regras essenciais para os fundos de investimento, com especial atenção aos Fundos de Investimentos Financeiros (FIFs) e aos FIDCs.

Entre as principais inovações, destacam-se a criação de diferentes classes de cotas para um mesmo fundo, permitindo direitos e obrigações distintas para cada classe e patrimônio segregado. A norma permite a divisão de classes em subclasses com diferentes prazos, condições e público-alvo. Além disso, a Resolução introduz a possibilidade de inclusão de ativos ambientais, como créditos de carbono e de descarbonização, e permite o investimento direto em criptoativos, conforme a Lei 14.478/22 – norma que busca regulamentar o setor de criptomoedas no Brasil. Outra inovação relevante é a possibilidade de constituição de classes de cotas destinadas a investidores em geral, ampliando o acesso aos FIDCs, anteriormente

restritos a investidores qualificados. Além disso, reformula o conceito de "direitos creditórios", distinguindo-os entre padronizados e não-padronizados. Isso esclarece a elegibilidade de títulos como debêntures, notas promissórias e certificados de recebíveis para as carteiras dos FIDCs. A Resolução ainda transfere ao gestor dos FIDCs algumas responsabilidades, como de verificar a elegibilidade e o lastro dos direitos creditórios, tarefas anteriormente a cargo do custodiante, e a contratação de prestadores de serviços como distribuidores, consultores de investimentos, agências de rating e formadores de mercado - o gestor de recursos passa, nesse momento, a ter papel central nos fundos de investimento.

A responsabilidade pela fiscalização das atividades terceirizadas também é uma atribuição do gestor, assegurando o cumprimento das regras aplicáveis. Além disso, a norma permite que o regulamento dos fundos limite a responsabilidade dos cotistas ao valor subscrito nas cotas, adotando o sufixo "Responsabilidade Limitada" nas classes que optarem por essa abordagem. Tais definições buscam uniformizar o entendimento sobre o que constitui um direito creditório padronizado, facilitando o enquadramento de ativos nesses fundos.

Como mencionado anteriormente, a Resolução CVM nº 175 alterou o conceito de classes e subclasses de cotas, permitindo que um fundo seja dividido em diferentes classes de patrimônio segregado. Cada classe responde apenas pelas obrigações da respectiva carteira, possibilitando estratégias distintas dentro de um mesmo fundo. As subclasses, por sua vez, agora distinguem-se pelos critérios de preferência no recebimento de amortizações e juros, adequando-se a diferentes públicos e condições de investimento.

A partir da Resolução CVM N° 175, o que se entendia por classe passou a receber o nome de subclasse. Ou seja, o que se entendia como classe de cotas seniores, mezanino e subordinada, ou seja, o que marcava a diferenciação de cada uma nos termos de preferência para efeitos de recebimento de amortização e juros, agora fica disposto assim: cota de subclasse sênior, cota de subclasse mezanino e cota de subclasse júnior. Conforme informado no parágrafo 5º do artigo 5º, as subclasses de cotas (ou seja, o fato delas serem seniores, mezanino ou subordinadas) podem ser diferenciadas exclusivamente por: público-alvo; prazos e condições de aplicação, amortização e resgate; taxas de administração, gestão, máxima de distribuição, ingresso e saída. De acordo com o parágrafo 2º do artigo 14, se a classe tiver subclasses, o valor da cota de cada subclasse resultará da divisão do valor do

patrimônio líquido atribuído à respectiva subclasse pelo número de cotas da mesma subclasse, tal como funcionava antes. (UQBAR, p.14 2023).

A criação de classes e subclasses de cotas, ao permitir a segmentação dos investimentos, garante uma maior flexibilidade na estruturação dos fundos, além de contribuir para a proteção dos investidores – visto uma maior especificidade das características dos investimentos realizados em cada uma das classes e subclasses. Além disso, a regulamentação ainda aborda os direitos creditórios não-padronizados.

Segundo a definição da CVM, tais direitos incluem aqueles vencidos e pendentes de pagamento, derivados de receitas públicas, resultantes de ações judiciais, ou ainda relacionados a devedores em recuperação judicial. Esses ativos apresentam maior risco, uma vez que são oriundos de situações financeiras ou jurídicas mais complexas. Direitos creditórios não-padronizados permanecem acessíveis apenas a investidores profissionais, com patrimônio mínimo de R\$ 10 milhões. Essa diversificação no perfil de investidores e a limitação na concentração de emissores aumentam a segurança do fundo e reduzem o risco sistêmico, aproximando o modelo brasileiro de securitização ao praticado em mercados internacionais.

Tendo em vista todas as mudanças descritas e a partir da análise da CVM 175, é plausível que se forme uma tese a respeito dos números relacionados a esse instrumento. Com a entrada em vigor da Resolução CVM 175 em outubro de 2023, a melhor proxy para acompanhar um possível crescimento é o nível de requerimento de cotas dos FIDCs. Esse nível reflete tanto o número quanto o volume de operações requisitadas na B3 durante um período específico.

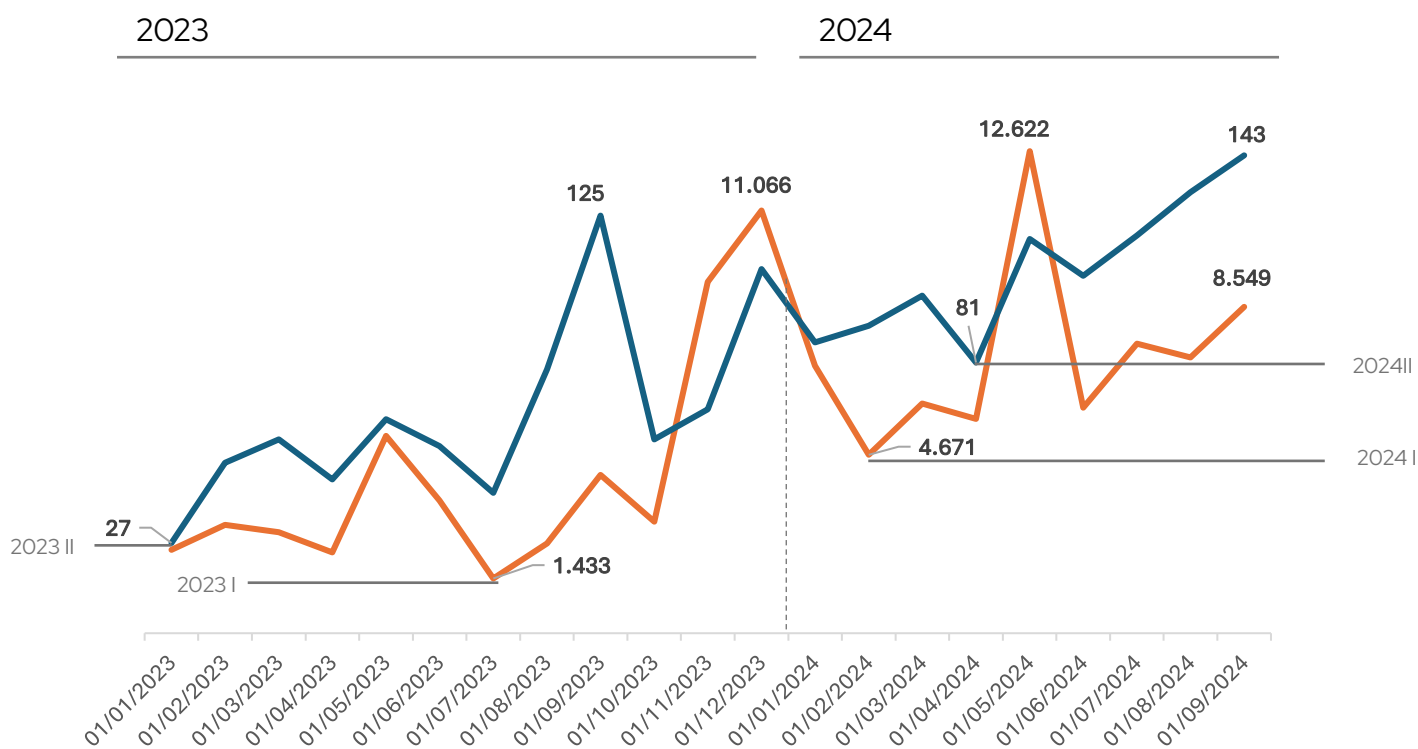


Figura 2 - Comparativo (2023-2024) requerimento de FIDCs no mercado brasileiro

Observando os dados apresentados, percebe-se uma tendência clara de crescimento entre 2023 e 2024. Em janeiro de 2023, registraram-se 27 emissões de FIDCs, com um volume mínimo de R\$ 1,4 bilhões. Já em 2024, embora os dados ainda sejam parciais, observou-se um salto para 81 operações, com um volume total de R\$ 4,6 bilhões. Isso representa um aumento de 200% tanto no número de emissões quanto no volume. Essa tendência reforça a ideia de que a RCVM 175 está criando um novo patamar para o mercado de FIDCs no Brasil, evidenciado pelo efeito positivo que a nova regulação traz ao setor.

6. Considerações Finais

Este estudo revisitou o desenvolvimento histórico da dívida e sua evolução para sofisticados instrumentos financeiros, como os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), que representam uma das formas mais avançadas de securitização no Brasil. Inicialmente ligadas a um sistema de trocas baseado em confiança e compromissos morais, as práticas de crédito evoluíram, refletindo uma crescente preocupação com o risco e a segurança nas transações, que culminou no desenvolvimento de mecanismos robustos de gestão financeira e liquidez. A securitização, ao integrar diversas operações de crédito, se destacou como uma

ferramenta indispensável ao mercado moderno, sendo, nos dias atuais, especialmente relevante no cenário brasileiro.

A introdução dos FIDCs trouxe flexibilidade e inovação, permitindo que investidores e empresas brasileiras pudessem acessar um instrumento adaptado às características e demandas do mercado local. Com a implementação da Resolução CVM 175, observou-se um avanço significativo em termos de transparência e eficiência regulatória, que impulsiona o crescimento dos FIDCs e contribui para a modernização contínua do sistema financeiro nacional. No entanto, a securitização como um todo — e particularmente os FIDCs — permanece fortemente ligada ao arcabouço regulatório nacional, revelando um ponto de vulnerabilidade que precisa ser considerado pelos investidores.

Esse contexto cria um risco adicional sistêmico denominado “Risco Brasil”, evidenciado pelo efeito potencial que mudanças legislativas podem gerar na dinâmica dos instrumentos de securitização. Embora as regulamentações recentes demonstrem uma tendência positiva de fortalecimento e incentivo à prática dos FIDCs, é crucial considerar que qualquer alteração regulatória futura pode trazer incertezas ao mercado. Dependendo da direção das mudanças, tais incertezas podem afetar negativamente a estabilidade e a atratividade desses instrumentos. Assim, embora os FIDCs ofereçam grande versatilidade e utilidade para o mercado financeiro, seus participantes devem estar cientes do peso da legislação nacional sobre essas operações. Essa dependência legislativa requer uma análise contínua e detalhada para que o uso dos FIDCs permaneça seguro e eficiente no financiamento e gerenciamento de risco no Brasil.

Conclui-se, portanto, que a legislação vigente desempenha um papel duplo no desenvolvimento dos FIDCs: ao mesmo tempo em que promove avanços e fortalece a estrutura desses instrumentos, representa um fator de risco intrínseco ao ambiente de securitização brasileiro. Esse cenário reforça a importância de uma análise cautelosa e da preparação de estratégias que minimizem potenciais efeitos negativos, de modo que os FIDCs continuem a contribuir para a solidez e o dinamismo do sistema financeiro nacional.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Glossário de crédito*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/glossariocredito.pdf>. Acesso em: 16 out. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *SRE*. Disponível em: <https://www.cvm.gov.br/SRE>. Acesso em: 16 out. 2024.

- PRATES, Daniela Magalhães; FARHI, Maryse. The shadow banking system and the new phase of the money manager capitalism. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 37, n. 4, p. 568-589, May 2015.
- PIRES, Daniela Marin. *Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)*. São Paulo: [s.n.], 2015.
- BERNSTEIN, Peter L. *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*. Nova York: John Wiley & Sons, 1996.
- LEWIS, Michael. *Liar's Poker: Rising Through the Wreckage on Wall Street*. Nova York: W. W. Norton & Company, 1989.
- GIES, Frances. *Marriage and the Family in the Middle Ages*. Nova York: Harper & Row, 1987.
- FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. *Introduction to Securitization*. Hoboken: John Wiley & Sons, [s.d.].
- CAMINHA, Uinie. Notas sobre a securitização. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 16, n. 62, p. 123-145 e p. 200-220, 2013.
- WRIGHT, James, ed. *International Encyclopedia of Social and Behavioral Sciences*. 2. ed. Oxford: Elsevier, 2014.
- SCHMANDT-BESSERAT, Denise. *The Evolution of Writing*. Cambridge: Cambridge University Press, 2014.