

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

GABRIEL BARROS BRAGA DE CASTRO PEREIRA  
*12121ECO042*

Estruturação de um FIDC Multicedente/Multissacado fictício:  
Financiamento alternativo no Brasil

Uberlândia  
2025

GABRIEL BARROS BRAGA DE CASTRO PEREIRA

*12121ECO042*

Estruturação de um FIDC Multicedente/Multissacado fictício:

Financiamento alternativo no Brasil

Trabalho de Conclusão de Curso ao Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas

Orientadora: Profa. Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz

Uberlândia

2025

GABRIEL BARROS BRAGA DE CASTRO PEREIRA  
*12121ECO042*

Estruturação de um FIDC Multicedente/Multissacado fictício:  
Financiamento alternativo no Brasil

Trabalho de Conclusão de Curso ao Instituto de  
Economia e Relações Internacionais da  
Universidade Federal de Uberlândia como  
requisito parcial para obtenção do título de  
bacharel em Ciências Econômicas

Uberlândia, 19 de setembro de 2025

Banca Examinadora:

---

Prof.a Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz  
(Orientadora)

---

Prof. Dr. Germano Mendes de Paula

---

Prof. Dr. Ricardo José dos Santos

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus, por me acompanhar sempre e todos os dias e, sem Ele, nada seria possível e nada faria sentido.

Agradeço aos meus pais Everaldo José e Ana Rosa, por terem me proporcionado as melhores oportunidades e fazerem de tudo para que eu tivesse conforto e tranquilidade em minha vida.

Ao meu irmão, Gustavo, que é meu parceiro em tudo em Uberlândia.

Agradeço à professora Vanessa Val por ter me acompanhado e auxiliado, tanto nesta monografia, quanto também na Liga de Mercado Financeiro UFU, como professora tutora. A ajuda dela foi (e ainda é) de extrema importância para a evolução e preservação da instituição.

Aos meus amigos da faculdade, que durante estes 4 anos de graduação, auxiliaram para que tudo ficasse mais leve e divertido.

“Bem-aventurado o homem que acha  
sabedoria, e o homem que adquire  
conhecimento;

Porque é melhor a sua mercadoria do que  
artigos de prata, e maior o seu lucro que o ouro  
mais fino.”

(Provérbios 3:13,14)

## RESUMO

Este trabalho investiga a evolução histórica, regulatória e de mercado dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) no Brasil, demonstrando como essa trajetória informa a concepção de um veículo de investimento moderno. Partindo da análise do cenário macroeconômico que motivou sua criação em 2001, o estudo mapeia os marcos regulatórios fundacionais, as crises de governança que expuseram fragilidades sistêmicas e as consequentes respostas do regulador, com destaque para a Instrução CVM 531/2013 e a consolidadora Resolução CVM 175/2022. A hipótese central é que a estruturação de um FIDC eficiente e seguro não é um exercício puramente teórico, mas uma aplicação direta das lições aprendidas ao longo de duas décadas de amadurecimento do mercado. Como resultado prático desta análise, o trabalho propõe a estruturação detalhada de um FIDC multicedente/multissacado, focalizado no financiamento de pequenas e médias empresas (PMEs). O modelo proposto incorpora mecanismos de proteção ao cotista, como níveis de subordinação calculados, fundos de reserva, *covenants* rigorosos e uma esteira de crédito tecnologicamente amparada, justificando cada elemento de seu *design* com base no histórico regulatório. A pesquisa combina revisão bibliográfica, análise documental de normas e relatórios de mercado, e uma simulação financeira para validar a resiliência do fundo proposto. Conclui-se que um FIDC bem estruturado, concebido à luz de sua evolução, representa uma solução superior para o hiato de financiamento das PMEs e uma alternativa de investimento atrativa e segura no atual ambiente do mercado de capitais brasileiro, especialmente após sua abertura ao investidor de varejo.

**Palavras-chave:** FIDC; Evolução Regulatória; Resolução CVM 175; Proteção ao Cotista; Securitização; Financiamento de PMEs.

## ABSTRACT

This study investigates the historical, regulatory, and market evolution of Credit Receivables Investment Funds (FIDCs) in Brazil, demonstrating how this trajectory informs the design of a modern and robust investment vehicle. Starting from the analysis of the macroeconomic scenario that motivated their creation in 2001, the research maps the foundational regulatory milestones, the governance crises that exposed systemic weaknesses, and the subsequent regulatory responses, with emphasis on CVM Instruction 531/2013 and the consolidating CVM Resolution 175/2022. The central hypothesis is that structuring an efficient and secure FIDC is not a purely theoretical exercise, but a direct application of lessons learned over two decades of market maturation. As a practical result of this analysis, the work proposes the detailed structuring of a multi-originator/multi-obligor FIDC focused on financing small and medium-sized enterprises (SMEs). The proposed model incorporates robust investor protection mechanisms, such as calculated subordination levels, reserve funds, strict covenants, and a technologically supported credit pipeline, justifying each design element based on the regulatory history. The research combines a literature review, documentary analysis of regulations and market reports, and a financial simulation to validate the resilience of the proposed fund. It is concluded that a well-structured FIDC, designed in light of its evolution, represents a superior solution for the SME financing gap and an attractive and safe investment alternative in the current Brazilian capital market environment, especially after its opening to retail investors.

**Keywords:** Credit Receivables Investment Fund; Regulatory Evolution; CVM Resolution 175; Investor Protection; Securitization; SME Financing.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

|  |    |
|--|----|
| Gráfico 1: Evolução do Patrimônio Líquido dos FIDCs ao longo dos anos de 2013 a 2024 – R\$ (bilhões) – Deflacionado com base em valores de 2024. ....          | 24 |
| Gráfico 2: Evolução do número de FIDCs ao longo dos anos de 2013 a 2024.....   | 24 |
| Gráfico 3: Saldo das operações de crédito por porte da empresa - Micro, Pequena e Média (MPMe) – R\$ (bilhões) – Deflacionado com base em valores de 2024..... | 25 |
| Gráfico 4: Saldo das operações de crédito por porte da empresa - Grande - R\$ (bilhões) – Deflacionado com base em valores de 2024 .....                       | 25 |
| Gráfico 5: Evolução do patrimônio líquido por cota (R\$ mil) .....   | 45 |
| Gráfico 6: Evolução das subordinações por cota (%).....  | 46 |
| Gráfico 7: Evolução da PDD de junho de 2025 a outubro de 2029 (%) .....  | 47 |
| Gráfico 8: Evolução do Índice de Perda Acumulada de junho de 2025 a outubro de 2029 (%) .....  | 47 |
| Gráfico 9: Retorno acumulado da cota Subordinada e CDI de junho de 2025 a outubro de 2029 (%) .....  | 48 |
| Gráfico 10: Remuneração ao mês para a gestora de junho de 2025 a outubro de 2029 (em milhares de reais).....   | 50 |
| Gráfico 11: Remuneração acumulada para a gestora de junho de 2025 a outubro de 2029 (em milhares de reais).....  | 50 |



## **LISTA DE TABELAS**

|  |    |
|--|----|
| Tabela 1: Lista com Riscos comuns atrelados aos FIDCs.....   | 21 |
| Tabela 2: Todos os gatilhos e seus respectivos limites. .... | 35 |
| Tabela 3: Cronograma de Amortização das cotas .....          | 43 |
| Tabela 4: Rentabilidade acumulada das cotas .....            | 48 |

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

|        |   |
|--------|---|
| ANBIMA | Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais |
| CDI    | Certificado de Depósito Interbancário                                     |
| CETIP  | Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados        |
| CVM    | Comissão de Valores Mobiliários   |
| FIDC   | Fundo de Investimento em Direitos Creditórios                             |
| IOF    | Imposto sobre Operações Financeiras                                       |
| SELIC  | Sistema Especial de Liquidação e Custódia                                 |
| TED    | Transferência Eletrônica Disponível                                       |

## SUMÁRIO

|   |    |
|---|----|
| INTRODUÇÃO .....  | 12 |
| 1 EMBASAMENTO TEÓRICO E APLICADO .....  | 14 |
| 1.1 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) .....                    | 14 |
| 1.2 Securitização dos Ativos .....  | 15 |
| 1.3 Desintermediação Financeira e o Papel dos FIDCs .....                           | 16 |
| 1.4 Estrutura dos FIDCs .....   | 18 |
| 1.5 Riscos .....  | 21 |
| 2 CONTEXTO BRASILEIRO A PARTIR DOS ANOS 2000 .....                                  | 23 |
| 2.1 Mudanças Regulatórias e o Crescimento dos FIDCs .....                           | 26 |
| 2.2 Adoção de FIDCs pelas Empresas e Estratégias de Financiamento .....             | 28 |
| 2.3 Perspectivas Futuras dos FIDCs no Brasil .....                                  | 28 |
| 3 ESTRUTURAÇÃO DE UM FIDC MULTICEDENTE/MULTISSACADO .....                           | 30 |
| 3.1 Política de Crédito e Seleção de Cedentes/Sacados .....                         | 30 |
| 3.2 Esteira Operacional do Crédito .....  | 31 |
| 3.3 Acompanhamento da Carteira e Comitês de Crédito .....                           | 32 |
| 3.4 Parâmetros Indicativos de Risco-Retorno e <i>Benchmarks</i> .....               | 32 |
| 3.5 Gatilhos de proteção para os cotistas .....                                     | 34 |
| 3.5.1 <i>Critérios de elegibilidade dos Direitos Creditórios</i> .....              | 35 |
| 3.5.2 <i>Limite de concentração por Sacado (devedor)</i> .....                      | 36 |
| 3.5.3 <i>Limite de concentração por Cedente</i> .....                               | 36 |
| 3.5.4 <i>Limite de concentração por Grupo Econômico e Partes Relacionadas</i> ..... | 37 |
| 3.5.5 <i>Subordinação para Cotas Sênior</i> .....                                   | 37 |
| 3.5.6 <i>Subordinação para Cotas Mezanino</i> .....                                 | 37 |
| 3.5.7 <i>Inadimplência de Curto Prazo</i> .....                                     | 37 |
| 3.5.8 <i>Inadimplência de Longo Prazo</i> .....                                     | 38 |
| 3.5.9 <i>Limite de Provisão para Devedores Duvidosos (PDD)</i> .....                | 38 |
| 3.6 Premissas fundamentais .....  | 38 |
| 3.6.1 <i>Perda</i> .....  | 39 |
| 3.6.2 <i>CDI</i> .....  | 39 |
| 3.6.3 <i>Provisão para Devedores Duvidosos (PDD)</i> .....                          | 39 |
| 3.6.4 <i>Número de Parcelas</i> .....   | 40 |
| 3.6.5 <i>Taxa média de cessão dos Direitos Creditórios</i> .....                    | 40 |

|        |   |    |
|--------|---|----|
| 3.6.6  | <i>Custo da Sênior</i> .....  | 40 |
| 3.6.7  | <i>Custo da Mezanino</i> .....  | 40 |
| 3.6.8  | <i>Taxa de Gestão</i> .....   | 40 |
| 3.6.9  | <i>Taxa de Administração</i> .....                                    | 41 |
| 3.6.10 | <i>Custos relacionados à CVM</i> .....                                | 41 |
| 3.6.11 | <i>Custo de Rating e Auditoria</i> .....                              | 41 |
| 3.6.12 | <i>Auditoria de Lastro</i> .....                                      | 41 |
| 3.6.13 | <i>Escrituração</i> .....   | 41 |
| 3.6.14 | <i>Captação da Sênior</i> .....                                       | 42 |
| 3.6.15 | <i>Captação da Mezanino</i> .....                                     | 42 |
| 3.6.16 | <i>Captação da Subordinada Júnior</i> .....                           | 42 |
| 3.6.17 | <i>Percentual alocado em Direitos Creditórios</i> .....               | 42 |
| 3.6.18 | <i>Amortizações</i> .....   | 42 |
| 4      | <b>MODELAGEM</b> .....  | 44 |
| 4.1    | <b>Metodologia e Cenário da Simulação</b> .....                       | 44 |
| 4.2    | <b>Análise da Estrutura de Capital e Níveis de Subordinação</b> ..... | 45 |
| 4.3    | <b>Desempenho da Carteira de Direitos Creditórios</b> .....           | 46 |
| 4.4    | <b>Rentabilidade por Classe de Cotas</b> .....                        | 48 |
| 4.5    | <b>Remuneração da gestora</b> .....                                   | 49 |
|        | <b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....                                     | 52 |
|        | <b>REFERÊNCIAS</b> .....  | 54 |
|        | <b>APÊNDICE A – Definição dos Termos</b> .....                        | 56 |

## INTRODUÇÃO

O sistema financeiro brasileiro é historicamente caracterizado por um mercado de crédito concentrado e de acesso restrito, especialmente para as pequenas e médias empresas (PMEs), que constituem a espinha dorsal da economia nacional. Este problema estrutural, marcado por elevadas taxas de juros e por uma burocracia bancária onerosa, foi agravado nas últimas décadas por exigências regulatórias internacionais, como os Acordos de Basileia III. Tais acordos, ao imporem aos bancos a necessidade de maiores níveis de capital e liquidez, resultaram em uma retração da oferta de crédito, criando um persistente hiato de financiamento que limita o crescimento e a competitividade das PMEs.

Nesse contexto, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) emergiram como uma das mais importantes inovações do mercado de capitais brasileiro. Introduzidos em 2001, não são apenas um produto financeiro, mas um mecanismo de desintermediação. Eles permitem que empresas convertam seus fluxos de recebíveis futuros (como duplicatas, cheques e contratos) em liquidez imediata, por meio de um processo conhecido como securitização. Ao fazer isso, conectam diretamente a poupança de investidores às necessidades de capital de giro das empresas, contornando a intermediação bancária tradicional e oferecendo uma fonte de financiamento potencialmente mais ágil e barata, podendo assim contribuir para o crescimento de empresas brasileiras.

Contudo, a trajetória dos FIDCs no Brasil não foi linear. Sua evolução foi marcada por períodos de rápido crescimento, seguidos por crises de governança que expuseram fragilidades em seu arcabouço inicial. A história desses fundos é, em essência, uma narrativa de reação regulatória aos desafios práticos, culminando em um amadurecimento forçado que fortaleceu suas estruturas e aumentou a segurança para os investidores. Portanto, o problema de pesquisa deste trabalho transcende a simples constatação de que estes fundos são uma alternativa de financiamento. A questão central é: como estruturar um FIDC de forma segura e eficiente, à luz de um histórico de desafios de governança e de um ambiente regulatório em constante evolução, para que ele possa cumprir seu duplo papel de financiar a economia real e oferecer um retorno ajustado ao risco para o investidor?

A hipótese que norteia este estudo é que um FIDC multicedente/multissacado, cujo *design* é conscientemente baseado nas lições aprendidas ao longo da evolução regulatória brasileira, pode otimizar a relação risco-retorno para o cotista e, simultaneamente, se consolidar como um canal de financiamento superior para as empresas. Um modelo não nasce apenas da teoria financeira, mas da incorporação pragmática dos mecanismos de controle e transparência que foram forjados em resposta às crises do passado.

A presente monografia tem como objetivo geral realizar uma análise sobre a evolução destes instrumentos no Brasil, abrangendo suas dimensões histórica, regulatória e de mercado. Especificamente, o propósito deste estudo é oferecer os fundamentos para a estruturação de um modelo de característica multicedente/multissacado, que incorpore mecanismos de proteção ao cotista. Para tanto, o percurso metodológico incluirá o mapeamento dos principais marcos regulatórios que moldaram a trajetória desde 2001 até a atualidade. Adicionalmente, será conduzida uma avaliação do impacto da Resolução CVM 175, investigando suas contribuições para a expansão, sofisticação e democratização deste mercado. O trabalho culminará na apresentação detalhada da estrutura operacional, de governança e de gestão de riscos de um fundo desta classe, concebido para demonstrar como seu desenho mitiga riscos historicamente identificados e se alinha às mais elevadas práticas vigentes.

A justificativa para este estudo reside na confluência de três fenômenos de grande relevância atual. Primeiro, o crescimento exponencial do mercado de FIDCs, que atingiu um patrimônio de aproximadamente R\$ 622 bilhões em dezembro de 2024 (CVM, 2025). Segundo a recente democratização do acesso a esses fundos, promovida pela Resolução CVM 175, que permitiu a entrada de investidores de varejo, cujo volume de investimento mais que dobrou em um ano. Terceiro, a necessidade crítica e contínua de canais de financiamento eficientes para as PMEs, essenciais para a geração de emprego e o dinamismo econômico.

Para alcançar os objetivos propostos, a monografia está estruturada em quatro capítulos. O Capítulo 1 estabelece o embasamento teórico, definindo os termos pertinentes, o processo de securitização e sua estrutura fundamental. O Capítulo 2 analisa o contexto brasileiro, abordando a evolução histórica e regulatória do mercado, culminando na Resolução CVM 175, e discute as estratégias de financiamento adotadas pelas empresas. O Capítulo 3 detalha a proposta de estruturação de um FIDC multicedente/multissacado, focalizando na política de crédito, na esteira operacional e nos mecanismos de proteção ao cotista. Finalmente, o Capítulo 4 apresenta a aplicação prática da análise por meio de uma modelagem financeira que simula o desempenho do fundo, validando sua estrutura de capital e a rentabilidade para os investidores. Essa estrutura garante que o modelo proposto não seja uma construção abstrata, mas a conclusão lógica de uma profunda análise da evolução de um dos mais dinâmicos instrumentos do mercado de capitais brasileiro.

## **1 EMBASAMENTO TEÓRICO E APLICADO**

O presente capítulo tem como objetivo estabelecer a base conceitual e prática para a compreensão dos FIDCs. Inicialmente, será abordada a definição, a finalidade e o ambiente regulatório que os rege. Na sequência, o estudo aprofundará o mecanismo central de seu funcionamento: a securitização de ativos. A discussão prosseguirá com a análise do papel desses fundos no processo de desintermediação financeira, e, por fim, será detalhada a estrutura operacional e os fluxos que caracterizam sua atuação no mercado de capitais.

### **1.1 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs)**

Foram regulamentados no Brasil em 2001, por meio da Resolução CMN nº 2.907 e da Instrução CVM nº 356. Esses fundos representam uma estrutura inovadora de captação de recursos, permitindo que empresas transformem seus direitos creditórios, ou recebíveis, em títulos negociáveis no mercado financeiro. Essa transformação em ativos possibilita que firmas antecipem fluxos de caixa futuros, o que se configura como uma vantagem significativa, especialmente para empresas de pequeno e médio porte, que enfrentam maiores dificuldades em acessar crédito no sistema bancário tradicional (Machado, 2020; Oliveira, 2018). Os FIDCs possibilitam a venda desses recebíveis a investidores institucionais e qualificados, os quais buscam rentabilidade e diversificação em suas carteiras de investimento (Carvalho, 2018; Zacchello, 2010).

A estrutura desses fundos é projetada para maximizar a liquidez dos direitos creditórios e minimizar o custo de capital, sendo uma ferramenta importante para empresas que necessitam de capital de giro. Ao ceder seus direitos creditórios a um FIDC, uma empresa pode receber o valor presente desses recebíveis, proporcionando um fluxo de caixa imediato sem aumentar seu endividamento bancário. Essa vantagem é especialmente relevante em cenários de recessão econômica ou restrição de crédito, nos quais os bancos adotam uma postura mais cautelosa e limitam a concessão de crédito. A criação desses fundos foi uma resposta às mudanças no cenário financeiro global, que estimularam o crescimento de alternativas de financiamento fora do sistema bancário (Fernandes, 2022; CVM, 2022).

Os fundos possuem uma estrutura de governança e regulamentação que visa a proporcionar segurança e transparência aos investidores. Essa estrutura inclui a participação de diversos agentes, como administradores de fundos, gestores, custodiante e consultores de crédito, que auxiliam e validam a seleção dos direitos creditórios que compõem o fundo. Além disso, estão sob supervisão da CVM, o que reforça a confiança dos investidores na estrutura do fundo (ANBIMA, 2015). A regulamentação também assegura que atendam a certos critérios

mínimos de composição, como a exigência de que pelo menos 50% do patrimônio do fundo seja alocado em direitos creditórios, garantindo que os objetivos do fundo estejam alinhados com sua proposta de securitização de recebíveis (CVM, 2022; Carvalho, 2018).

No Brasil, têm ganhado relevância ao longo dos anos, acompanhando a evolução do mercado de capitais e a crescente busca por alternativas ao crédito bancário tradicional. A flexibilidade permite que empresas de setores variados, como agronegócio, varejo, educação e tecnologia, beneficiem-se dessa estrutura de financiamento. Ao mesmo tempo, a diversificação dos ativos que compõem o fundo atrai investidores que buscam exposição a diferentes segmentos da economia, diversificando o risco e aproveitando o potencial de retorno (Fernandes, 2022; Zacchello, 2010). A demanda cresce, impulsionada pela busca por eficiência na captação de recursos e pela evolução do mercado financeiro nacional, que busca cada vez mais atender às necessidades de empresas e investidores com instrumentos flexíveis e eficientes (Oliveira, 2018; CVM, 2022).

## **1.2 Securitização dos Ativos**

A securitização é uma prática financeira que transforma ativos financeiros ilíquidos, como recebíveis, em títulos negociáveis no mercado de capitais. Em um FIDC, a securitização envolve a aquisição de direitos creditórios, pela constituição de um fundo que emite cotas para investidores e utiliza os fluxos de caixa dos ativos securitizados como base de pagamento. Esse processo de conversão de fluxos futuros em ativos financeiros cria uma ligação direta entre os investidores e as empresas cedentes, eliminando a necessidade de intermediação bancária (Machado, 2020). A securitização beneficia tanto as empresas, que conseguem obter liquidez rapidamente, quanto os investidores, que acessam um fluxo de rendimentos com base no risco de crédito dos ativos securitizados (Fernandes, 2022; Oliveira, 2018).

Historicamente, a securitização tem sido uma ferramenta relevante em mercados financeiros desenvolvidos, onde oferece um mecanismo eficiente de financiamento. No Brasil, a popularidade da securitização aumentou com a criação dos FIDCs, que permitiram que empresas de setores variados acessassem o mercado de capitais. A Instrução CVM nº 356/2001 regulamentou as especificidades dos direitos creditórios, criando uma estrutura que facilita a venda desses recebíveis. Ao longo dos anos, a securitização expandiu-se para incluir tipos de recebíveis mais diversos, como créditos imobiliários e do agronegócio, o que elevou sua relevância no contexto brasileiro, tornando-a um mecanismo essencial de financiamento para diferentes segmentos (Carvalho, 2018; CVM, 2022).



O processo de securitização em um FIDC é estruturado de forma a oferecer segurança e transparência aos investidores. A estrutura das cotas, divididas entre cotas sênior, cotas subordinadas (mezanino e júnior), permite a segmentação de risco, com as cotas subordinadas absorvendo as primeiras perdas e as cotas sênior tendo prioridade nos pagamentos. Esse modelo protege os investidores sêniores e reduz o risco de inadimplência, aumentando a atratividade do fundo. Além disso, os ativos securitizados são geridos por uma equipe de especialistas, que avalia a qualidade dos recebíveis e monitora o desempenho do fundo, assegurando a proteção dos interesses dos investidores (ANBIMA, 2015; Fernandes, 2022).

Portanto, a securitização traz benefícios substanciais para empresas e investidores. Representa uma oportunidade de obter financiamento fora dos tradicionais canais bancários, o que é particularmente útil em períodos de restrição de crédito. Para os investidores, os FIDCs proporcionam exposição a ativos que podem oferecer retornos atrativos, especialmente em comparação com outros instrumentos de renda fixa. Esse modelo de securitização é uma das razões pelas quais têm sido cada vez mais procurados no mercado financeiro brasileiro (OLIVEIRA, 2018).

### **1.3 Desintermediação Financeira e o Papel dos FIDCs**

A desintermediação financeira é o processo pelo qual as empresas obtêm financiamento diretamente no mercado de capitais, sem o uso de intermediários bancários (Gomes, 2022). Os FIDCs destacam-se nesse contexto, pois permitem que empresas convertam seus direitos creditórios em cotas, adquiridas por investidores. Esse processo de captação de recursos diretamente no mercado representa uma mudança estrutural no sistema financeiro, especialmente relevante para pequenas e médias empresas que frequentemente enfrentam dificuldades para acessar linhas de crédito tradicionais. Com a desintermediação, essas empresas encontram nos FIDCs uma alternativa para suprir suas necessidades de capital (Machado, 2020; CVM, 2022).

A desintermediação é impulsionada pela busca por redução nos custos de captação e eliminação de requisitos rigorosos impostos pelos bancos. Em muitos casos, os bancos aplicam taxas de juros elevadas e exigem garantias que pequenas e médias empresas não conseguem oferecer. Os FIDCs, por outro lado, permitem a captação de recursos sem a necessidade de a empresa ceder patrimônio ou tomar empréstimos onerosos, facilitando a obtenção de liquidez e melhorando a saúde financeira das empresas. Além disso, os investidores ganham acesso a uma nova classe de ativos com risco ajustado e potencial de retorno atrativo (Fernandes, 2022; Oliveira, 2018).

Para os investidores, os FIDCs representam uma oportunidade de diversificação de portfólio e investimento em setores específicos da economia, como o varejo e o agronegócio. A estrutura de cotas subordinadas e sênior permite o ajuste do risco conforme o perfil do investidor, uma vez que as cotas subordinadas absorvem as primeiras perdas. Esse modelo de distribuição de risco é fundamental para a atratividade dos FIDCs, reforçando o papel da desintermediação ao permitir que o capital flua diretamente para empresas, sem o filtro bancário (ANBIMA, 2015; CVM, 2022). Em um cenário macroeconômico de restrição de crédito, isso contribui para o crescimento econômico.

Por fim, o papel dos FIDCs na desintermediação financeira tem implicações para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, pois fomenta um ambiente mais competitivo e acessível. Com a ampliação do acesso ao financiamento, empresas podem fortalecer sua posição financeira e, simultaneamente, proporcionar aos investidores acesso a ativos com riscos e retornos diferenciados. Esse efeito é particularmente em economias emergentes, como a brasileira, onde a dependência de bancos tradicionais tem sido uma barreira para o crescimento do crédito corporativo (Carvalho, 2018).

A desintermediação financeira promovida por esses fundos destaca-se como uma solução eficiente para conectar empresas diretamente aos investidores, eliminando a intermediação bancária e oferecendo acesso a financiamento a custos reduzidos. Essa dinâmica é especialmente vantajosa para as firmas, que enfrentam restrições no crédito tradicional devido às exigências rigorosas, como garantias e altos custos associados (Fernandes, 2022). Ao securitizarem seus recebíveis e venderem direitos creditórios, as empresas obtêm liquidez imediata sem aumentar seu endividamento, enquanto os investidores diversificam seus portfólios, acessando ativos menos correlacionados com os mercados de ações.

Entre as vantagens dos, destacam-se a flexibilidade na estruturação dos fundos, permitindo personalização com base no perfil de risco dos investidores. A divisão em cotas sênior e subordinadas reduz riscos para investidores conservadores, enquanto aumenta o potencial de retorno para aqueles com maior apetite ao risco (Fernandes, 2022).

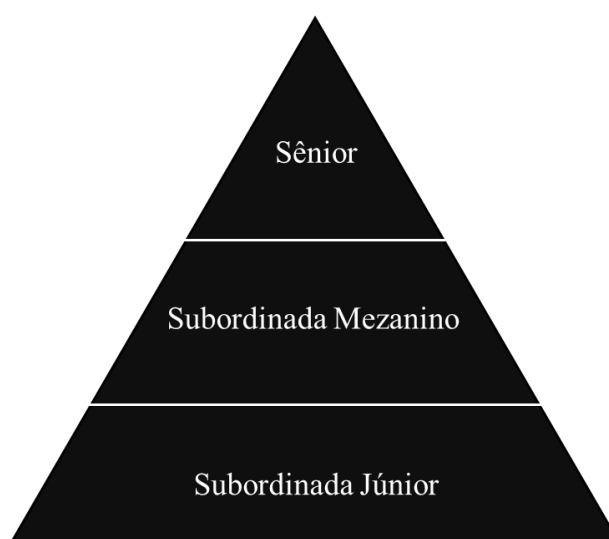
Por outro lado, os desafios incluem a complexidade regulatória, que exige acompanhamento contínuo e o cumprimento de normas rigorosas impostas pela CVM, aumentando os custos operacionais (Fernandes, 2022). A dependência da qualidade dos direitos creditórios também representa um risco, especialmente em setores com alta inadimplência. Adicionalmente, a liquidez limitada no mercado secundário dificulta a saída dos investidores em momentos de necessidade de capital (Fernandes, 2022).

Em suma, proporcionam uma alternativa adaptável ao crédito bancário, com benefícios claros tanto para empresas quanto para investidores. No entanto, a performance desses fundos depende de uma gestão especializada e do equilíbrio entre risco e retorno esperado, o que reforça a importância de sua regulação e análise criteriosa.

#### 1.4 Estrutura dos FIDCs

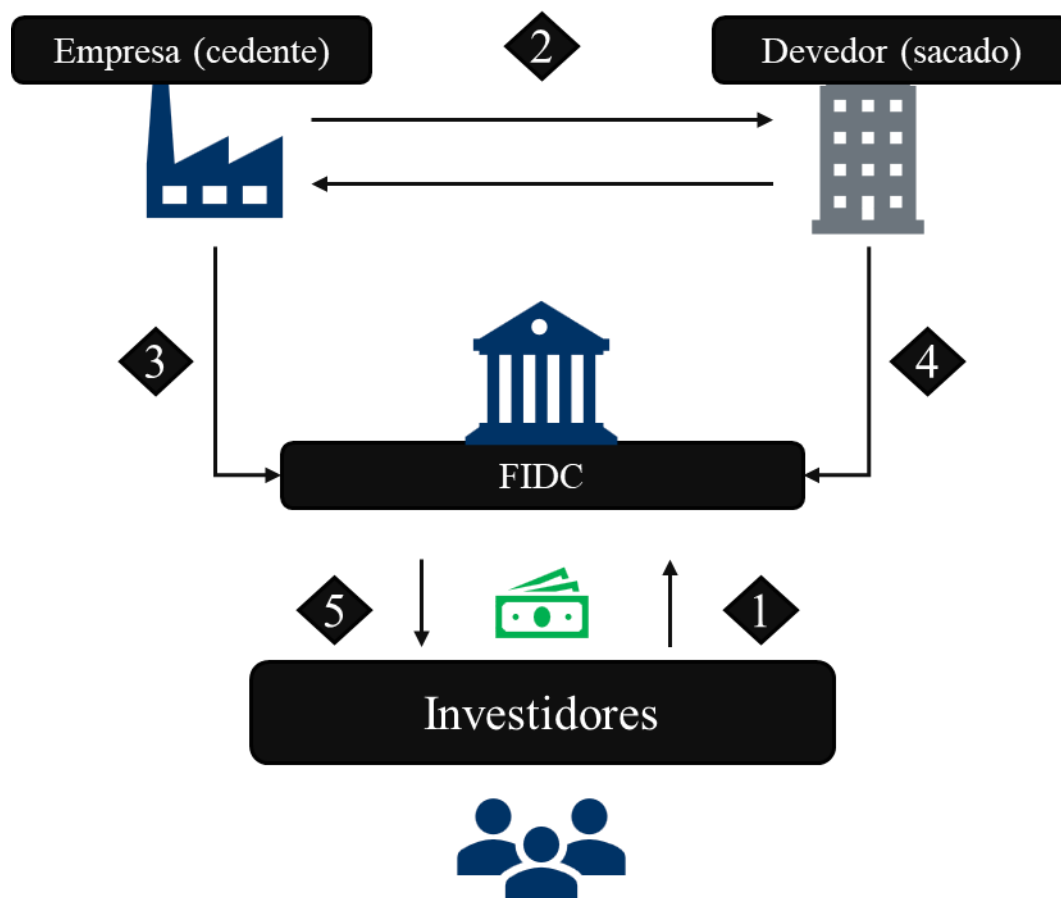
A estrutura dos FIDCs é composta por diferentes classes de cotas, sendo as principais as cotas sêniores e as cotas subordinadas. As cotas sêniores têm prioridade nos pagamentos e, portanto, representam menor risco para o investidor, enquanto as cotas subordinadas são as primeiras a absorver qualquer inadimplência ou perda de valor dos recebíveis. Essa estrutura é planejada para atrair diferentes perfis de investidores, oferecendo segurança para aqueles que buscam menor risco e, ao mesmo tempo, permitindo retornos mais altos para aqueles que assumem o risco das cotas subordinadas. Esse modelo ajuda a mitigar o risco de crédito e oferece uma alternativa atraente ao crédito bancário (Fernandes, 2022; CVM, 2022).

Figura 1: Tipos de Cotas em um FIDC



Fonte: Fernandes, 2022

Figura 2: Fluxograma simplificado do funcionamento operacional do FIDC.



Fonte: Fernandes, 2022 / Adaptado pelo autor

Um fundo constitui um veículo de securitização que viabiliza a transformação de ativos ilíquidos, como contas a receber de uma empresa, em títulos mobiliários líquidos e negociáveis no mercado de capitais. A estrutura operacional, que será objeto da modelagem neste trabalho, pode ser compreendida através do fluxo a seguir, que expande a representação da Figura 2, incorporando agentes fiduciários essenciais para a governança e segurança do Fundo.

A interação entre os participantes ocorre em um ciclo bem definido, que pode ser descrito nas seguintes etapas:

- i. Captação de Recursos junto aos Investidores: A fase inicial consiste na captação de recursos para a formação do patrimônio do Fundo. Investidores (pessoas físicas, jurídicas, fundos de investimento, etc.) que buscam teses de investimento com maior diversificação e, por vezes, maior rentabilidade, adquirem cotas do FIDC. O capital aportado pelos investidores (cotistas) forma o patrimônio líquido que será utilizado para a aquisição dos direitos creditórios.

- ii. **Gênese do Direito Creditório (Lastro):** Esta etapa é exógena ao Fundo, mas fundamental para sua existência. Ocorre uma transação comercial entre duas empresas, no modelo *Business-to-Business* (B2B). Aqui denominada cedente, vende um produto ou presta um serviço a prazo para outra, a firma devedora (ou sacado). Essa transação origina um direito de recebimento futuro para a cedente, formalizado por meio de um título de crédito, como uma duplicata mercantil. Este título é classificado como um "Recebível Performado", pois a obrigação da cedente (entrega do produto/serviço) já foi cumprida, restando apenas a obrigação de pagamento por parte do sacado.
- iii. **Cessão dos Direitos Creditórios ao FIDC:** A empresa cedente, necessitando de liquidez imediata, opta por não esperar o vencimento do prazo de pagamento. Ela realiza a cessão (venda) desse direito creditório ao fundo. A transferência é formalizada por meio de um "Termo de Cessão". Em troca, o Fundo adianta o valor do recebível à cedente, aplicando um deságio (desconto). Esse deságio, ou "taxa de cessão", é a fonte primária da rentabilidade do Fundo, pois pagará um valor menor que o valor de face do título, mas receberá o valor integral do devedor na data de vencimento.
- iv. **Pagamento do Devedor ao Fundo:** Após a cessão, a titularidade do crédito é transferida para o FIDC. O devedor (sacado) é formalmente notificado de que sua dívida não deve mais ser paga à empresa cedente original, mas sim diretamente a uma conta bancária de titularidade do Fundo. O papel do custodiante aqui é crucial, pois ele verifica e acompanha o fluxo de liquidação desses pagamentos.
- v. **Distribuição de Rentabilidade aos Investidores:** À medida que os devedores liquidam suas obrigações, o caixa gerado é incorporado ao patrimônio do Fundo. Após a dedução das despesas operacionais (taxa de administração, custódia, etc.), o resultado positivo é distribuído aos investidores (cotistas) na forma de amortização ou distribuição de rendimentos, de acordo com o regulamento do fundo. A rentabilidade final para o investidor é, portanto, derivada do deságio obtido na compra dos recebíveis, líquido das taxas e da inadimplência.

Para as empresas, o funcionamento dos FIDCs oferece uma maneira de monetizar ativos que, de outra forma, estariam imobilizados como contas a receber. Ao transferir esses direitos creditórios para o fundo, a empresa cede os direitos de cobrança em troca de liquidez imediata, essencial para o financiamento de suas operações. O fundo, por sua vez, assume a gestão desses recebíveis, que inclui cobrança e administração dos ativos. Isso permite que as empresas se

concentrem em suas atividades principais enquanto acessam uma fonte de capital que, em muitos casos, é mais barata e flexível do que as alternativas bancárias (Machado, 2020; Oliveira, 2018).

## 1.5 Riscos

Além dos parâmetros definidos, através de pesquisas em regulamentos destes veículos, foram encontrados os seguintes riscos atrelados a estrutura de FIDCs:

Tabela 1: Lista com Riscos comuns atrelados aos FIDC

| Categoria de Risco      | Fator de Risco           | Impacto Específico no Modelo Multicedente/Multisacado  |
|-------------------------|--------------------------|--|
| Crédito e Contraparte   | Risco de Crédito         | O risco de inadimplência individual do sacado é pulverizado, mas a qualidade da originação em múltiplos cedentes torna-se o ponto crítico de falha.                |
|                         | Risco de Concentração    | A diversificação é o objetivo, mas a exposição excessiva a um cedente, sacado, setor ou região geográfica pode anular os benefícios da pulverização.               |
|                         | Risco de Originação      | Herança da qualidade (ou falta dela) das políticas de crédito de centenas de cedentes. Risco de seleção adversa e risco moral.                                     |
|                         | Risco de Pré-Pagamento   | Impacto negativo na rentabilidade esperada e aumento do risco de reinvestimento devido ao retorno antecipado do principal em um vasto número de créditos.          |
| Mercado e Macroeconomia | Política Econômica       | Alta sensibilidade a choques macroeconômicos (juros, desemprego) que podem causar inadimplência correlacionada em toda a carteira pulverizada.                     |
|                         | Risco de Mercado         | Flutuação do valor presente da carteira devido a mudanças nas taxas de juros e nos spreads de crédito, impactando o valor da cota.                                 |
|                         | Risco de Descasamento    | Desalinhamento entre os ativos (muitas vezes a taxas pré-fixadas) e as cotas (remuneradas com base no CDI), expondo o fundo a perdas em cenários de alta de juros. |
| Operacional e Gestão    | Prestadores de Serviços  | Dependência crítica de um ecossistema de especialistas (Gestora, Administradora, Consultora). A falha de um pode paralisar a operação.                             |
|                         | Custódia e Verificação   | Risco de perda ou fraude em uma vasta quantidade de documentos. A verificação por amostragem aceita o risco de que falhas sistêmicas não sejam detectadas.         |
|                         | Risco de Precificação    | Dificuldade e subjetividade na valoração (mark-to-model) de uma carteira heterogênea e ilíquida, com potencial conflito de interesses.                             |
| Legal e Regulatório     | Risco Legal              | Incerteza na interpretação do novo marco regulatório (RCVM 175), podendo afetar a validade da estrutura ou a responsabilidade dos agentes.                         |
|                         | Cessão e Execução        | Risco de propriedade por ausência de registro das cessões e incerteza na execução judicial de títulos digitais.  |
|                         | Contaminação Patrimonial | Risco de anulação da cessão em caso de fraude a credores por parte de algum dos múltiplos cedentes.  |
| Sistêmico e de Capital  | Risco de Liquidez        | Descasamento entre a iliquidez natural dos direitos creditórios e os potenciais solicitações de resgate dos cotistas, especialmente em crises.                     |
|                         | Risco de Descontinuidade | Dependência de um fluxo contínuo de novos recebíveis de múltiplos cedentes, que pode cessar em uma crise de crédito generalizada.                                  |
|                         | PL Negativo              | Possibilidade de perdas agregadas superarem todo o capital do fundo, exigindo aportes adicionais dos cotistas (responsabilidade ilimitada).                        |

Fonte: Regulamentos diversos, CVM (2025), adaptado pelo autor.

Investir em FIDCs do tipo multicedente/multisacado oferece uma oportunidade de diversificação e rentabilidade atrativa, mas exige uma compreensão de sua estrutura de riscos. Este modelo, que adquire créditos de múltiplos originadores (cedentes) contra múltiplos devedores (sacados), tem como principal atrativo a pulverização do risco de crédito individual. No entanto, essa estratégia não elimina os perigos; ela os transforma, deslocando o foco da análise de devedores específicos para a robustez dos processos operacionais, a qualidade da gestão e a exposição a fatores sistêmicos. Portanto, uma análise dos riscos é fundamental para que o investidor possa tomar decisões informadas, ciente de que o sucesso do investimento depende tanto da qualidade dos ativos quanto da capacidade da estrutura do fundo de gerenciar uma operação de alta complexidade.

Os riscos intrínsecos à carteira e à sua gestão são multifacetados. O risco de crédito, embora pulverizado, manifesta-se na qualidade da originação dos múltiplos cedentes e na possibilidade de inadimplência correlacionada durante crises macroeconômicas. O risco operacional torna-se proeminente devido à dependência de um ecossistema de prestadores de serviços (gestora, administradora, consultora especializada), cuja falha pode comprometer toda a operação. A gestão de um volume massivo de documentos e a verificação do lastro por amostragem introduzem vulnerabilidades que podem ocultar problemas sistêmicos na carteira.

Além dos fatores operacionais, o fundo está exposto a riscos externos e estruturais significativos. O risco de mercado é particularmente relevante, pois a carteira diversificada reflete a economia como um todo, tornando-a sensível a flutuações nas taxas de juros, inflação e crescimento econômico. O risco de descasamento entre os ativos (muitas vezes a taxas pré-fixadas) e as cotas (remuneradas pelo CDI) pode erodir a rentabilidade em cenários de alta de juros. No âmbito legal, a recente Resolução CVM 175 introduz incertezas interpretativas, enquanto a ausência de registro individual das cessões de crédito cria vulnerabilidades jurídicas. Por fim, riscos sistêmicos como a falta de liquidez para honrar resgates e a possibilidade de patrimônio líquido negativo — que pode exigir aportes adicionais dos cotistas — representam as ameaças mais severas ao capital investido. (CVM, 2025)

Em conclusão, a compreensão dos riscos é a ferramenta mais importante para o investidor deste tipo de estrutura. O investimento neste tipo de fundo é, em essência, um investimento na capacidade da gestora e de seus parceiros de executar com excelência uma operação industrial de crédito em larga escala. Ignorar a complexidade dos riscos operacionais, legais e sistêmicos em favor de uma confiança cega na pulverização do crédito é subestimar as verdadeiras vulnerabilidades do modelo.

## **2 CONTEXTO BRASILEIRO A PARTIR DOS ANOS 2000**

A evolução no Brasil reflete um movimento significativo no mercado financeiro, marcado por mudanças regulatórias, inovações nas estratégias de financiamento corporativo e uma crescente desintermediação bancária (Albuquerque, 2005). Este capítulo analisa esses aspectos em profundidade, destacando como os FIDCs se tornaram instrumentos essenciais para empresas e investidores, além de discutir suas vantagens, desafios e perspectivas futuras no cenário econômico brasileiro.

No cenário brasileiro, o crédito bancário tradicional é frequentemente caracterizado por custos elevados, prazos curtos e exigências rigorosas de garantias. Os bancos, ao concederem crédito, impõem uma série de condições, como histórico de solvência comprovado, garantias reais e restrições contratuais que podem limitar a flexibilidade operacional das empresas (Assaf Neto, 2018). Além disso, o aumento dos índices de endividamento decorrentes do crédito bancário pode impactar negativamente a percepção de risco pelos investidores e credores.

Em contraste, os FIDCs oferecem uma alternativa mais atrativa para muitas empresas. A securitização de recebíveis permite a captação de recursos sem que isso seja registrado como dívida no balanço patrimonial, já que se trata da venda de ativos financeiros. Essa operação fora do balanço pode melhorar os indicadores financeiros da firma, reduzindo o nível de endividamento aparente e, conseqüentemente, o custo de capital (Ribeiro, 2019).

Adicionalmente, podem oferecer custos de transação reduzidos em comparação com o crédito bancário. Estudos indicam que o custo de financiamento via FIDCs pode ser significativamente menor, chegando a uma redução de até 30% em relação aos empréstimos bancários tradicionais (Oliveira, 2018). Essa economia é particularmente relevante em um ambiente de taxas de juros elevadas, como o observado no Brasil em diferentes períodos.



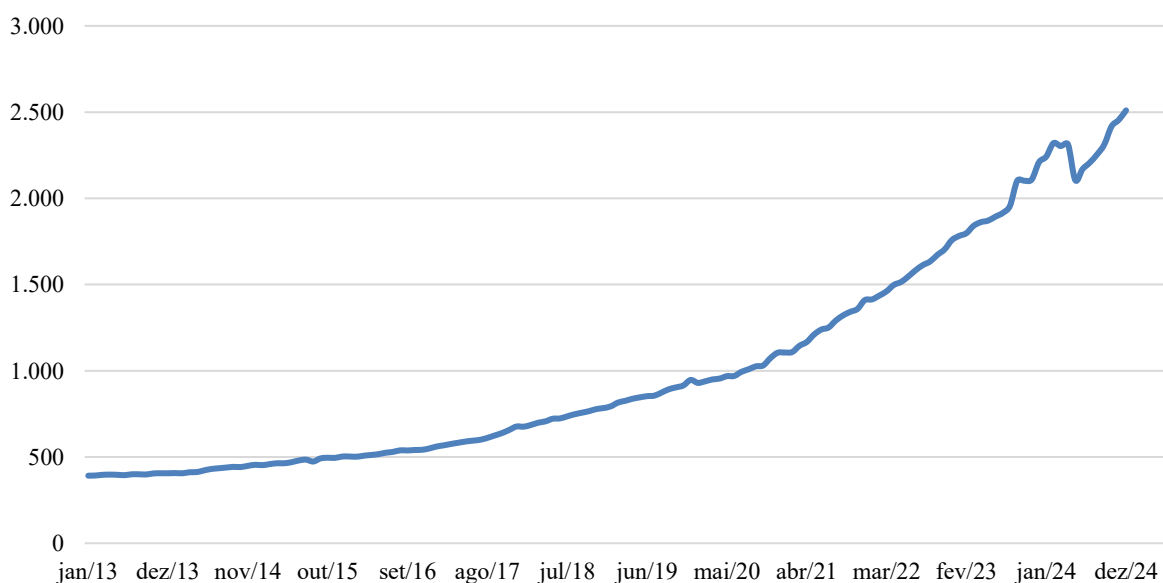
Gráfico 1: Evolução do Patrimônio Líquido dos FIDCs ao longo dos anos de 2013 a 2024 – R\$ (bilhões) – Deflacionado com base em valores de 2024.



Fonte: CVM (2025), adaptado pelo autor.

É possível observar no gráfico anterior o aumento do patrimônio líquido que tiveram no Brasil, entre o período de janeiro de 2013 a dezembro de 2024, com um crescimento de 375% aproximadamente, indo de R\$ 131 para R\$ 622 bilhões de reais, podendo ser observado um aumento na procura de securitizações por essa estrutura.

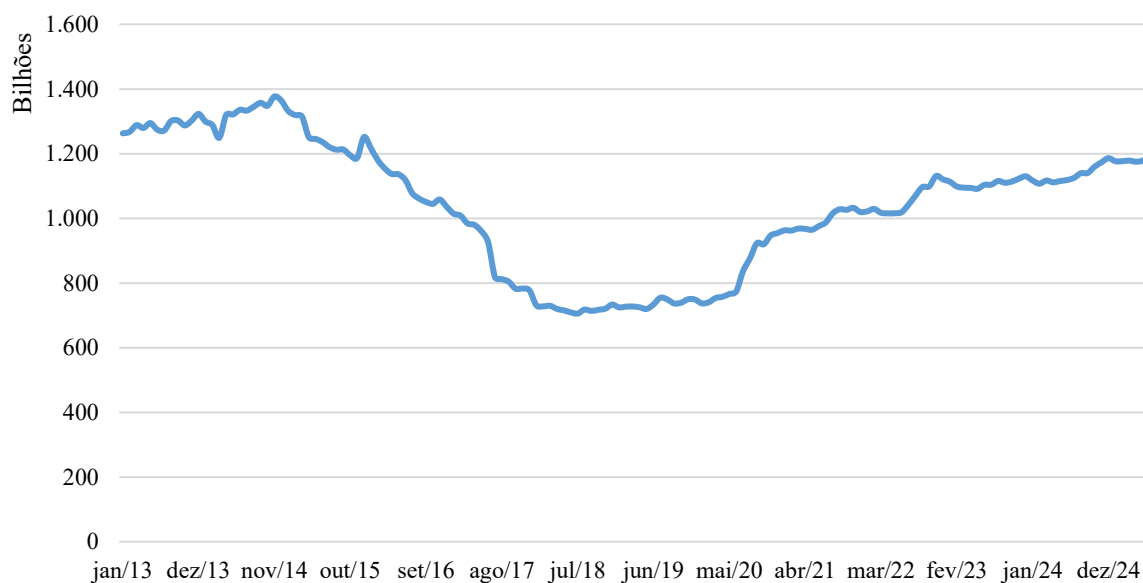
Gráfico 2: Evolução do número de FIDCs ao longo dos anos de 2013 a 2024.



Fonte: CVM (2025), elaborado pelo autor.

Já o número de fundos existentes foi de 392 para 2510 neste período, um crescimento de 540%, sendo possível observar também a crescente oferta destes veículos por parte das gestoras, consultoras de crédito, etc.

Gráfico 3: Saldo das operações de crédito por porte da empresa - Micro, Pequena e Média (MPMe) – R\$ (bilhões) – Deflacionado com base em valores de 2024



Fonte: Banco Central do Brasil - SGS (2025), adaptado pelo autor

Gráfico 4: Saldo das operações de crédito por porte da empresa - Grande - R\$ (bilhões) – Deflacionado com base em valores de 2024



Fonte: Banco Central do Brasil - SGS (2025), adaptado pelo autor

O **gráfico 3** mostra uma diminuição no crédito para micro, pequena e média empresas, correlacionando com uma possível ascendência dos FIDCs e a menor participação do crédito bancário nestes tipos de empresa, que ainda não voltou aos patamares de 2014. Já no **gráfico 4** não houve uma expansão do crédito para grandes empresas, mas uma quase manutenção, que chegou a seu pico em 2015.

## **2.1 Mudanças Regulatórias e o Crescimento dos FIDCs**

A trajetória no Brasil é intrinsecamente ligada à sua evolução regulatória (Gomes, 2022). Longe de ser um produto estático, sua estrutura foi continuamente moldada por um ciclo de inovação, crises de governança e respostas do regulador, que forçaram um amadurecimento do mercado e fortaleceram a proteção aos investidores. Esta seção detalha os marcos regulatórios mais importantes que definiram o crescimento e a sofisticação desses fundos.

O ponto de partida para os FIDCs foi o ano de 2001, com a publicação da Resolução CMN nº 2.907 e, principalmente, da Instrução CVM nº 356. Em um cenário financeiro historicamente concentrado no crédito bancário, essa regulamentação pioneira introduziu um mecanismo de desintermediação. O objetivo era claro: permitir que empresas, especialmente as de pequeno e médio porte, pudessem transformar seus recebíveis (fluxos de caixa futuros) em liquidez imediata por meio da securitização, acessando diretamente o mercado de capitais. A Instrução CVM nº 356 estabeleceu a arquitetura fundamental: a obrigação de investir ao menos 50% do patrimônio em direitos creditórios e a estrutura de cotas sênior e subordinadas, um mecanismo inicial de mitigação de risco.

Embora já existentes, os FIDCs ganharam tração significativa após a crise financeira global de 2008. As respostas regulatórias internacionais, materializadas nos Acordos de Basileia III, impuseram aos bancos a necessidade de manter níveis mais elevados de capital e liquidez, restringindo sua capacidade de conceder crédito. Essa retração da oferta de crédito bancário tradicional criou um vácuo de financiamento que estavam posicionados para preencher. As empresas brasileiras, em busca de fontes alternativas, passaram a adotar massivamente essa estrutura, impulsionando um crescimento exponencial do patrimônio líquido da indústria, que saltou para mais de R\$ 102 bilhões em 2018 e ultrapassou os R\$ 340 bilhões em 2022.

O rápido crescimento do mercado expôs fragilidades no arcabouço inicial, levando a crises de governança que demandaram uma resposta mais robusta do regulador. Esse momento de inflexão veio com a Instrução CVM nº 531, de 2013. Considerado um marco fundamental no amadurecimento do setor, este regulamento aprimorou significativamente as regras de

governança, gestão de riscos e transparência. Ela fortaleceu os deveres do administrador e do gestor, estabeleceu requisitos mais rigorosos para a verificação do lastro dos direitos creditórios e aumentou a segurança jurídica para os investidores, sendo uma peça-chave para a consolidação da confiança no instrumento.

O passo mais transformador na história regulatória dos FIDCs ocorreu em dezembro de 2022, com a edição da Resolução CVM nº 175. Esta norma não foi apenas uma atualização, mas uma completa modernização do arcabouço de todos os fundos de investimento no Brasil, com um anexo normativo específico para os FIDCs (Anexo Normativo II). Suas inovações são estruturantes e redefiniram o mercado:

- i. Estrutura de Classes e Subclasses de Cotas: A Resolução CVM 175 introduziu a possibilidade de um mesmo fundo ter diferentes classes de cotas com patrimônios segregados. Isso significa que os ativos e passivos de uma classe não se comunicam com os de outra, permitindo a criação de estratégias de investimento distintas e com níveis de risco isolados dentro de um mesmo FIDC, oferecendo uma flexibilidade sem precedentes.
- ii. Responsabilidade Limitada do Cotista: Uma das maiores inovações foi a instituição da responsabilidade limitada do cotista ao valor por ele investido, desde que o regulamento assim o preveja e a denominação do fundo contenha o sufixo "Responsabilidade Limitada". Essa medida elimina o risco de o investidor ser chamado a aportar mais recursos em caso de patrimônio líquido negativo, um avanço crucial para a proteção e atração de novos investidores.
- iii. Democratização do Acesso: A nova regulamentação, ao aumentar a segurança e a transparência, foi o pilar para a abertura dos FIDCs ao investidor de varejo. Antes restritos a investidores qualificados, esses fundos se tornaram acessíveis a um público mais amplo, o que tem potencial para injetar um volume ainda maior de recursos na economia real e diversificar as opções de investimento para pessoas físicas.

Em suma, a evolução regulatória transformou os FIDCs de um instrumento de nicho em um dos pilares do mercado de capitais brasileiro. Cada marco, desde a sua criação em 2001 até a modernizadora Resolução CVM 175, representa uma resposta direta aos desafios e às necessidades do mercado, resultando em uma estrutura progressivamente mais segura, eficiente e democrática.

## 2.2 Adoção de FIDCs pelas Empresas e Estratégias de Financiamento

Com o aperto nas condições de crédito bancário e o aumento das taxas de juros, as empresas brasileiras foram incentivadas a buscar fontes alternativas de financiamento. Os FIDCs surgiram como uma solução ágil e customizável, permitindo que empresas de diversos setores convertessem seus recebíveis em fluxo de caixa imediato (Albuquerque, 2005). Setores como varejo, educação, saúde e, mais recentemente, agronegócio e infraestrutura, têm se beneficiado dessa modalidade, utilizando-os para securitizar parcelas de vendas a prazo, mensalidades e outros créditos futuros (Fernandes, 2022).

A flexibilidade na estruturação desses fundos é um dos principais atrativos para as empresas. Elas podem adaptar a captação de recursos às suas necessidades específicas, considerando a qualidade e a natureza de seus recebíveis. Ao transformar fluxos futuros em recursos líquidos, as empresas ganham maior autonomia financeira, podendo investir em expansão, inovação e melhoria de processos sem depender exclusivamente do crédito bancário. Essa estratégia também permite uma melhor gestão de riscos, já que a firma transfere o risco de inadimplência dos recebíveis para os investidores. (ANBIMA, 2022).

## 2.3 Perspectivas Futuras dos FIDCs no Brasil

As perspectivas para os FIDCs no Brasil são promissoras, impulsionadas por tendências macroeconômicas, avanços tecnológicos e mudanças regulatórias. A crescente desintermediação financeira e o amadurecimento do mercado de capitais sugerem que esses instrumentos continuarão ganhando relevância.

Setores como agronegócio, infraestrutura e energia têm potencial significativo para expandir o uso de FIDCs, especialmente considerando a demanda por investimentos em projetos de longo prazo. O agronegócio, em particular, tem se beneficiado como uma forma de financiar cadeias produtivas e exportações, contribuindo para a competitividade internacional do Brasil nesse setor (Fernandes, 2022).

A evolução tecnológica, com o avanço de *fintechs* e plataformas digitais de investimento, pode facilitar o acesso de empresas menores, ampliando a base de emissores e investidores. Essas plataformas estão democratizando o acesso ao mercado de capitais, permitindo que investidores individuais participem de investimentos que antes eram restritos a grandes instituições.

Além disso, a modernização do arcabouço regulatório, com iniciativas voltadas à simplificação de processos e à proteção dos investidores, também contribuirá para o fortalecimento desse mercado. A CVM tem trabalhado na atualização das normas que regem

os FIDCs, buscando equilibrar a flexibilidade necessária para o desenvolvimento do mercado com a segurança jurídica e a proteção dos investidores (CVM, 2021).

A integração dos FIDCs com mercados internacionais também representa uma oportunidade futura. A emissão de FIDCs em moeda estrangeira ou a atração de investidores internacionais pode aumentar o fluxo de capital para o Brasil, contribuindo para o desenvolvimento econômico e a estabilidade financeira.

Apesar das perspectivas positivas, enfrentarão desafios que precisarão ser superados para garantir seu crescimento sustentável. A volatilidade econômica, riscos políticos e mudanças abruptas na política monetária podem afetar a confiança dos investidores e a qualidade dos ativos securitizados.

Além disso, a necessidade de aprimorar a liquidez no mercado secundário de cotas de FIDCs é essencial para atrair um número maior de investidores. O desenvolvimento de mecanismos que facilitem a negociação dessas cotas, como plataformas eletrônicas de negociação e maior padronização dos ativos, pode contribuir para a superação desse desafio.

A educação financeira também desempenha um papel fundamental, pois aumentar o conhecimento sobre FIDCs entre empresas de pequeno e médio porte e investidores individuais pode ampliar a participação desses agentes no mercado, diversificando a base de emissores e investidores.

### 3 ESTRUTURAÇÃO DE UM FIDC MULTICEDENTE/MULTISSACADO

Este capítulo aprofunda a arquitetura operacional do FIDC Multicedente/Multissacado, uma estrutura de suma importância para o financiamento de empresas. A análise inicia-se com o detalhamento de seus componentes fundamentais, definindo os papéis e as interações dos participantes-chave, desde os originadores do crédito (Cedentes) até os investidores finais (Cotistas). Subsequentemente, a análise transitará do "o quê" estrutural para o "como" analítico. Um referencial teórico abrangente será estabelecido para a avaliação do desempenho e do perfil de risco desses fundos. Isso envolve um exame detalhado de indicadores financeiros críticos, como métricas de inadimplência, níveis de aprimoramento de crédito (subordinação) e rácios de eficiência operacional. Ao final do capítulo, o leitor possuirá um entendimento nuançado não apenas de como um FIDC Multicedente/Multissacado é construído, mas também das ferramentas quantitativas necessárias para avaliar rigorosamente sua viabilidade e robustez como veículo de investimento.

#### 3.1 Política de Crédito e Seleção de Cedentes/Sacados

Para compor a carteira, o fundo adota critérios rígidos de elegibilidade dos cedentes e sacados. Analisa-se detalhadamente a saúde financeira da empresa cedente, usando indicadores como Dívida Líquida/EBITDA (para avaliar alavancagem), EBITDA/Custos Financeiros (cobertura de juros) e níveis históricos de inadimplência nos recebíveis originados. Também são considerados prazos médios de recebimento, margem operacional e liquidez corrente. Exige-se governança corporativa mínima – por exemplo, demonstrações auditadas, conselho ou fiscal independente e políticas de compliance e prevenção a fraudes. Além disso, cada cedente e cliente (sacado) recebe uma classificação interna de crédito (*rating* próprio) com base na análise de dados financeiros e qualitativos. Em conjunto, emprega-se pontuações de crédito (Serasa/SPC), histórico de pagamentos e garantias reais como filtros iniciais. Critérios quantitativos mínimos típicos podem ser fixados (por exemplo, Dívida Líquida/EBITDA  $\leq 3-4x$  e cobertura de juros  $\geq 2x$ ), de modo a aceitar apenas empresas com perfil de crédito saudável. A diversificação setorial é outro critério-chave: o fundo limita exposição a cada setor ou cliente para evitar riscos atrelados à concentração. Títulos performados com direito de regresso ao cedente são preferidos por reduzirem risco, embora parte da carteira possa incluir créditos sem regresso quando a avaliação de crédito do sacado for forte.

### 3.2 Esteira Operacional do Crédito

No ciclo operacional de originação, cada novo cedente passa por um processo estruturado:

- i. Integração: a empresa interessada submete documentos (contrato social, CND, balanços, certidões, listagem de sacados e contratos) para avaliação inicial. Realiza-se verificação cadastral das partes envolvidas.
- ii. Análise automatizada: sistemas de crédito conferem *scores* e alertas de risco (base Serasa/SPC, listas restritivas, rating de mercado).
- iii. Análise manual: analistas de crédito examinam balanços, demonstrativos, análises setoriais e cálculos financeiros (liquidez, endividamento, demonstrativos de fluxo). Também conferem qualidade documental e cláusulas contratuais de cessão.
- iv. Determinação de limites: com base na análise, o comitê de crédito interno define um limite máximo de captação junto ao cedente (e até limites para cada sacado relevante), a taxa de desconto (preço) e eventuais garantias adicionais.
- v. Formalização: assinam-se contratos de cessão e, se aplicável, abertura de conta *escrow*<sup>1</sup> vinculada. O fundo passa então a comprar os títulos de forma contínua, até o limite acordado.
- vi. Revisões periódicas: a cada trimestre ou semestre (ou diante de alterações macroeconômicas), revisa-se toda a carteira. Avaliam-se os indicadores do cedente e do sacado – se piorarem além de gatilhos preestabelecidos, o limite pode ser reduzido ou suspenso temporariamente. Novas informações (mudança na equipe gestora da empresa, notícias setoriais, *rating*) também deflagram reanálise.

Essa esteira combina mecanismos automáticos e revisão analítica detalhada. Embora não haja fonte única que descreva todo o fluxo, ela segue práticas de securitização: o FIDC adota modelos e *checklists* sofisticados (muitas vezes com suporte de sistemas de inteligência artificial) para precificar e aprovar cada operação. A política interna determina prazos de resposta (ex.: até 30 dias) e responsáveis por cada etapa, visando agilidade e segurança.

---

<sup>1</sup> Conta *Escrow*: Também conhecida como conta-garantia, é uma conta transacional vinculada, controlada por um terceiro de confiança (agente *escrow*). No FIDC, serve para reter parte do pagamento devido ao cedente pela aquisição dos direitos creditórios. A liberação desses recursos fica condicionada ao cumprimento de obrigações futuras, como a performance da carteira ou a confirmação da inexistência de vícios nos ativos, mitigando riscos para o fundo.



### 3.3 Acompanhamento da Carteira e Comitês de Crédito

Após a originação, a manutenção do portfólio exige monitoramento contínuo. O fundo realiza visitas presenciais periódicas (“in loco”) às empresas cedentes de maior peso ou setores críticos, para verificar pessoalmente faturamento, controles internos e alinhar perspectivas. Analistas setoriais acompanham o desempenho econômico (ciclos de demanda, matéria-prima, competição) afetando os clientes/fornecedores. Internamente, o gestor convoca comitês de crédito regulares (mensais ou trimestrais) para avaliar a evolução de cada carteira cedente, aprovar exceções ou amostragens de crédito, e deliberar ajustes de limites. Esses comitês incluem analistas sênior, gestão de riscos e compliance, garantindo revisão multidisciplinar.

O fundo fica alerta a indicadores de alarme creditício: elevadas taxas de atraso na carteira, sucessivas renegociações de prazo, atrasos de pagamento pelos sacados ou suspensão de faturamento do cedente. Outros sinais são queda súbita no volume de vendas do cedente ou inadimplência em outros fundos associados. De modo geral, monitoram-se métricas operacionais como índice de liquidez da carteira (percentual de duplicatas pagas no prazo), número de recompras/substituições de recebíveis e percentual de créditos em atraso. Em qualquer sinal de deterioração, ações corretivas são tomadas: intensifica-se a cobrança (p. ex., acionando agentes de cobrança), reavalia-se a necessidade de regresso do cedente e até se convocam assembleias de cotistas para deliberar destinação de provisões. Essa governança ativa mantém a carteira alinhada com o perfil de risco definido e com a tolerância dos investidores.

### 3.4 Parâmetros Indicativos de Risco-Retorno e *Benchmarks*

A precificação das cotas constitui um processo complexo que visa a equilibrar o retorno oferecido aos investidores com os riscos inerentes à carteira de recebíveis. Nesse contexto, o *spread* de crédito — prêmio de rentabilidade exigido acima de um ativo livre de risco de mesmo prazo — emerge como o principal parâmetro de análise, refletindo a percepção de risco do mercado sobre a estrutura da operação. A determinação desse prêmio não é arbitrária, mas o resultado da interação de um conjunto de variáveis quantitativas e qualitativas que sinalizam a robustez e a segurança do fundo.

A análise empírica do mercado brasileiro de FIDCs revela que o *spread* é influenciado por fatores tanto microeconômicos, ligados à estrutura da emissão, quanto macroeconômicos, associados ao ambiente de negócios. Um estudo abrangente sobre o tema, que analisou 113 ofertas públicas de cotas seniores indexadas ao CDI entre 2002 e 2009, identificou que o *spread over treasury* (diferencial sobre títulos públicos) médio foi de 1,49% ao ano. Este valor,

contudo, mascara uma variação significativa, sendo moldado principalmente pela classificação de risco (*rating*), pelo volume da emissão e pelo cenário econômico vigente no momento da oferta (Zacchello, 2010).

A fundamentação teórica para a análise do prêmio de risco se baseia no conceito de rentabilidade diferencial, que busca isolar a remuneração atribuída exclusivamente ao risco de crédito do emissor privado em comparação a um título soberano. Conforme detalhado na metodologia do estudo base, a abordagem para mensurar este prêmio é explícita:

A variável dependente que é o objeto de análise deste estudo é o *spread over treasury* (rentabilidade diferencial entre títulos privados e públicos), que conforme Fraletti e Eid Jr. (2008), apresenta a rentabilidade diferencial entre títulos públicos e privados para um mesmo prazo (Zacchello, 2010, p. 22).

Essa definição reforça que o *spread* é a métrica central para avaliar como o mercado precifica o risco adicional de se investir em um FIDC em detrimento de um ativo governamental, sendo, portanto, o principal objeto de análise para compreender o comportamento dos investidores.

Os resultados do estudo demonstram que o *rating* da emissão é um dos mais importantes determinantes do *spread*, confirmando a premissa de que uma maior qualidade de crédito percebida resulta em um menor prêmio de risco exigido. Adicionalmente, o ambiente econômico mostrou-se relevante, com emissões realizadas em 2009, período posterior à crise financeira global, apresentando *spreads* superiores aos de anos anteriores, indicando uma maior aversão ao risco por parte dos investidores. O volume da emissão também se mostrou um fator significativo, com operações maiores se beneficiando de *spreads* mais baixos, possivelmente devido à percepção de maior liquidez e solidez da estrutura.

Outro pilar na mitigação de riscos e, indiretamente, na determinação do *spread*, é o nível de subordinação. As cotas subordinadas funcionam como a primeira camada de proteção contra a inadimplência da carteira, absorvendo as perdas antes que o capital dos cotistas seniores seja atingido. A pesquisa evidenciou uma enorme variabilidade neste mecanismo, com o percentual médio de subordinação em 22,24%, mas com casos que iam de 0% a 75% do patrimônio líquido do fundo. Tal disparidade indica que a subordinação é um parâmetro calibrado de forma específica para cada operação, refletindo diretamente a qualidade e a diversificação dos ativos cedidos, em vez de seguir um padrão de mercado rígido (Zacchello, 2010).

Em suma, a precificação das cotas de um FIDC é uma atividade técnica que materializa o equilíbrio entre a necessidade de liquidez dos cedentes e a busca por retornos ajustados ao risco por parte dos investidores. Fatores como a classificação de risco, o volume, o contexto econômico e a robustez das garantias estruturais, como a subordinação, são determinantes na

formação do *spread*. A compreensão dessas variáveis é fundamental não apenas para investidores e estruturadores, mas para o desenvolvimento e a maturidade do mercado de securitização no Brasil (Zacchello, 2010).

### 3.5 Gatilhos de proteção para os cotistas

Uma das funções principais da simulação deste FIDC é estabelecer algumas características importantes para proteção dos cotistas, servindo até mesmo como um *benchmark* para futuros investidores neste tipo de investimento. Existem fundos atualmente com robustas proteções aos cotistas, que podem gerar Evento de Avaliação: assembleia prevista em regulamento com os cotistas a fim de dar continuidade ou não do Fundo ou Evento de Liquidação: evento que já resulta em liquidação do fundo.

A implementação de cláusulas contratuais restritivas, conhecidas como *covenants*, constitui a espinha dorsal da estrutura de governança e mitigação de riscos em um FIDC. Tais cláusulas não são meros formalismos, mas mecanismos de controle dinâmicos, projetados para alinhar os interesses do gestor e dos cedentes com os dos cotistas, garantindo que o perfil de risco da carteira permaneça aderente aos parâmetros estabelecidos na tese de investimento original. Em essência, os *covenants* funcionam como um sistema de alerta precoce que, ao serem acionados, forçam a adoção de medidas corretivas antes que a deterioração do portfólio se torne irreversível.

A distinção entre um Evento de Avaliação e um Evento de Liquidação é fundamental para a governança do fundo. O Evento de Avaliação é acionado por desvios moderados da política de investimento ou por uma deterioração inicial da performance da carteira. Sua consequência imediata é, tipicamente, a suspensão da aquisição de novos direitos creditórios e a convocação de uma Assembleia Geral de Cotistas. Nessa assembleia, os investidores são chamados a deliberar sobre a situação, podendo optar pela continuidade do fundo, com ou sem ajustes na estratégia, ou pela sua liquidação. Por outro lado, o Evento de Liquidação é reservado para ocorrências de maior gravidade, como a insolvência de prestadores de serviço essenciais, perdas que erodem significativamente a subordinação, ou o descumprimento contumaz de *covenants* críticos, resultando na dissolução compulsória do fundo para preservação do capital remanescente dos investidores.

Tabela 2: Todos os gatilhos e seus respectivos limites.

| Covenant                  | Métrica de Cálculo                              | Nível de Gatilho |
|---------------------------|---|------------------|
| Concentração por Sacado   | Exposição ao maior sacado / PL do Fundo         | 5%               |
| Concentração por Cedente  | Exposição ao maior cedente / PL do Fundo        | 7%               |
| Subordinação Sênior       | (Cotas Mezanino + Sub. Ordinária) / PL do Fundo | 45%              |
| Subordinação Mezanino     | Cotas Subordinadas Ordinárias / PL do Fundo     | 25%              |
| Inadimplência Curto Prazo | Saldo em atraso (31-90 dias) / Carteira Total   | 10%              |
| Inadimplência Longo Prazo | Saldo em atraso (>90 dias) / Carteira Total     | 5%               |
| Limite de PDD             | PDD constituída / PL do Fundo                   | 15%              |

Fonte: Regulamentos diversos de FIDCs / Adaptado pelo Autor

### 3.5.1 Critérios de elegibilidade dos Direitos Creditórios

Os Critérios de Elegibilidade estabelecem as condições mínimas que um direito creditório deve atender para ser considerado para aquisição pelo fundo. O objetivo é filtrar ativos problemáticos na origem, reduzindo a probabilidade de perdas futuras por vícios de formação ou disputas comerciais. Para um FIDC de duplicatas e notas comerciais, os seguintes critérios são considerados boas práticas de mercado:

- i. **Origem e Validade:** O direito creditório deve ser originado de uma transação comercial legítima de venda de mercadorias ou prestação de serviços, devidamente performada pelo cedente. Deve estar representado por um título válido e exigível, como uma duplicata mercantil aceita ou uma nota comercial, livre de qualquer vício de origem.
- ii. **Inexistência de Ônus:** O direito creditório deve estar livre e desembaraçado de quaisquer ônus, gravames, penhoras, arrestos ou qualquer outra forma de constrição judicial ou extrajudicial que possa afetar sua titularidade ou o fluxo de pagamentos.
- iii. **Status de Adimplência:** No momento da cessão ao FIDC, o direito creditório não poderá estar vencido. A aquisição de ativos já inadimplentes é característica de fundos de perfil distinto (Não Padronizados - NP) e não se coaduna com a estratégia aqui proposta.
- iv. **Verificabilidade e Documentação:** A existência do direito creditório deve ser passível de verificação por meio de documentação suporte idônea, como a nota fiscal correspondente, o comprovante de entrega da mercadoria ou da prestação do serviço (canhoto assinado, por exemplo), e o aceite do sacado. A Resolução CVM nº 175 reforça a responsabilidade do gestor nesta verificação.

- v. Natureza da Cessão: A cessão dos direitos creditórios ao fundo deve ser realizada em caráter definitivo, transferindo substancialmente todos os riscos e benefícios do ativo para o FIDC. Isso caracteriza a operação como uma "venda verdadeira", essencial para garantir a segregação patrimonial do ativo em relação ao cedente, protegendo o fundo em caso de insolvência deste último (Mendes, 2013).
- vi. Prazo de Vencimento: O prazo de vencimento do direito creditório deve ser compatível com a política de investimento e o horizonte de liquidez do fundo, usualmente limitado a um máximo de 180 dias para carteiras de recebíveis comerciais de curto prazo.

### 3.5.2 Limite de concentração por Sacado (devedor)

Este é o *covenant* mais fundamental para mitigar o risco de crédito em uma carteira pulverizada. Ele impede que a inadimplência de um único grande devedor ou de seu grupo econômico cause um impacto desproporcional e potencialmente catastrófico no patrimônio líquido (PL) do fundo.

A exposição a um único sacado, ou a um conjunto de sacados pertencentes ao mesmo grupo econômico, não poderá exceder 5% do PL do Fundo. A verificação deste limite deve ser realizada diariamente pelo gestor. O descumprimento deste *covenant* deve impedir novas aquisições de direitos creditórios do sacado em questão até que a carteira seja reenquadrada. A persistência do descumprimento por um período predefinido (e.g., 10 dias úteis) deve configurar um Evento de Avaliação.

### 3.5.3 Limite de concentração por Cedente

Em uma estrutura multicedente, este *covenant* é crucial para mitigar dois riscos principais: (i) Risco Operacional, incluindo a possibilidade de fraudes na originação ou falhas no processo de cobrança por parte de um cedente específico; e (ii) Risco de Crédito Indireto, especialmente em estruturas onde o cedente retém algum tipo de coobrigação ou em caso de recompra de ativos problemáticos. Limitar a dependência de um único originador protege o fundo contra a deterioração da qualidade de seus processos internos.

A exposição a um único cedente, ou a um conjunto de cedentes pertencentes ao mesmo grupo econômico, não poderá exceder 7% do PL do Fundo. Similarmente ao limite por sacado, o descumprimento deve levar à suspensão imediata de aquisições daquele cedente e, se não sanado, a um Evento de Avaliação.

### 3.5.4 Limite de concentração por Grupo Econômico e Partes Relacionadas

Esta cláusula visa a evitar a burla dos limites individuais por meio de estruturas societárias complexas. Ela reconhece que empresas sob controle comum compartilham riscos sistêmicos e de gestão, e a exposição agregada a elas deve ser controlada. Além disso, estabelece regras mais rígidas para transações com partes relacionadas ao administrador ou gestor, para evitar conflitos de interesse. A soma de todas as exposições a cedentes e sacados que pertençam a um mesmo grupo econômico não deverá ultrapassar 10% do PL do Fundo.

### 3.5.5 Subordinação para Cotas Sênior

A cota sênior é destinada a investidores que buscam um retorno mais previsível e com menor risco, similar a um título de renda fixa tradicional. Para que essa classe de cota justifique um *rating* elevado e atraia capital conservador, ela precisa ser protegida por uma camada substancial de capital subordinado. O *covenant* de subordinação mínima garante que este "colchão" de proteção nunca caia abaixo de um nível predefinido, protegendo o principal e os juros dos cotistas seniores.

O valor de mercado das cotas subordinadas (Mezanino e Subordinada Ordinária) somado deverá ser, em todos os momentos, igual ou superior a 45% do PL total do Fundo.

### 3.5.6 Subordinação para Cotas Mezanino

A cota mezanino representa um perfil de risco/retorno intermediário. Ela é subordinada à cota sênior, mas tem prioridade de recebimento sobre a cota subordinada ordinária (a mais júnior, com características de *equity*). Assim como a cota sênior, a mezanino também necessita de sua própria camada de proteção para ser atrativa a investidores.

O valor de mercado da cota Subordinada Ordinária deverá ser, em todos os momentos, igual ou superior a 25% do Patrimônio Líquido total do Fundo.

### 3.5.7 Inadimplência de Curto Prazo

O aumento de créditos com atrasos recentes (e.g., entre 31 e 90 dias) é um indicador antecedente de problemas. Pode sinalizar uma piora no cenário macroeconômico, dificuldades em um setor específico, ou falhas no processo de cobrança do fundo. Agir neste estágio inicial é crucial para evitar que esses atrasos se convertam em perdas definitivas.

O saldo de direitos creditórios com atraso de pagamento entre 31 e 90 dias, medido pelo valor de face, não poderá exceder 10% do valor total da carteira de direitos creditórios. O

descumprimento deste limite por dois meses consecutivos deve configurar um Evento de Avaliação.

### 3.5.8 Inadimplência de Longo Prazo

Créditos com atraso superior a 90 dias têm uma probabilidade significativamente maior de não serem recuperados e, eventualmente, se tornarem perdas (*write-offs*<sup>2</sup>). Um acúmulo de ativos nesta faixa representa uma deterioração grave da carteira e exige uma resposta mais enérgica.

O saldo de direitos creditórios com atraso de pagamento superior a 90 dias não poderá exceder 5% do valor total da carteira de direitos creditórios. A violação deste *covenant* deve acionar a suspensão imediata de toda e qualquer nova aquisição de direitos creditórios pelo fundo e a convocação de um Evento de Avaliação.

### 3.5.9 Limite de Provisão para Devedores Duvidosos (PDD)

A PDD é uma medida contábil prospectiva. Ela reflete a estimativa do administrador sobre as perdas futuras esperadas na carteira atual, com base na deterioração da qualidade do crédito, mesmo que os ativos ainda não estejam tecnicamente em inadimplência de longo prazo. Um aumento significativo na PDD sinaliza que o administrador e o gestor anteveem problemas à frente. Este *covenant* limita o nível de perdas esperadas que o fundo pode tolerar, alinhado às melhores práticas da ANBIMA, que incentivam uma abordagem baseada em "Perdas Esperadas" em vez de apenas "Perdas Incorridas".

O valor total da Provisão para Devedores Duvidosos, constituída pelo administrador conforme sua metodologia, não poderá exceder 15% do PL do Fundo. O descumprimento deste limite indica uma deterioração significativa da qualidade percebida da carteira e deve acionar um Evento de Avaliação.

## 3.6 Premissas fundamentais

Para a elaboração do modelo de projeção do Fundo de Investimento, foi adotado um conjunto de premissas e parâmetros, tanto padronizados quanto dinâmicos. O objetivo principal da adoção dessas premissas é construir uma projeção financeira que se aproxime da realidade

---

<sup>2</sup> *Write-offs*: O termo *write-off*, ou "baixa contábil", refere-se ao processo de reconhecer formalmente um direito creditório como irrecuperável. Essa ação é tipicamente a etapa final no ciclo de vida de um ativo inadimplente, ocorrendo após um período prolongado de atraso no pagamento — por exemplo, superior a 365 dias — e quando as tentativas de cobrança se esgotaram. Ao realizar o *write-off*, o administrador do fundo efetivamente remove o valor do ativo do balanço patrimonial, registrando-o como uma perda realizada.

operacional do Fundo, fornecendo uma base sólida para a análise de viabilidade e rentabilidade sob as condições estabelecidas.

### 3.6.1 Perda

A modelagem simplificou o tratamento da inadimplência e do *Loss Given Default (LGD)*<sup>3</sup>, com o propósito de facilitar o processo de cálculo. Em vez de monitorar individualmente cada título e seu respectivo histórico de atraso, o modelo assume uma premissa de perda fixa e imediata. Especificamente, foi estipulado um índice de perda de 0,5% sobre o valor nominal de cada nova "safra" de direitos creditórios adquirida. Isso significa que, para cada R\$ 100,00 investidos, R\$ 0,50 são contabilizados como perda no momento da aquisição, eliminando a necessidade de acompanhar a carteira de títulos inadimplentes ao longo do tempo. Essa premissa, embora simplificada, permite uma projeção financeira mais direta e conservadora.

### 3.6.2 CDI

A taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) é um dos indicadores mais relevantes para a rentabilidade do Fundo, servindo como *benchmark* para a remuneração de diversas classes de cotas. Embora a taxa do CDI seja variável, a modelagem foi construída considerando uma taxa fixa de 14,9% para todo o período de projeção. Uma alternativa mais sofisticada e que poderia ser explorada em futuras versões do modelo seria a utilização de projeções de mercado, como as disponibilizadas pela Bolsa do Brasil (B3) ou pelo Relatório Focus do Banco Central, para refletir um cenário mais dinâmico e realista.

### 3.6.3 Provisão para Devedores Duvidosos (PDD)

A política PDD segue um conjunto de regras estabelecidas para a gestão do Fundo. A provisão de um título se inicia após 60 dias de inadimplência, com um regime de provisionamento gradual ao longo de quatro meses, à razão de 25% do valor do título por mês. Uma vez que a provisão atinge 100% ao final do sexto mês de inadimplência, o título permanece integralmente provisionado até sua liquidação ou baixa definitiva. Essa metodologia visa a mitigar o risco de crédito e refletir o impacto contábil das perdas esperadas na carteira.

---

<sup>3</sup> *Loss Given Default*: Em finanças, refere-se à porcentagem de um ativo que é perdida quando um devedor entra em inadimplência. É um dos principais parâmetros para a avaliação do risco de crédito, representando a perda efetiva para o credor.



### **3.6.4 Número de Parcelas**

Considerando que o Fundo se especializa na aquisição de direitos creditórios, notadamente duplicatas mercantis e notas comerciais, a modelagem adotou um prazo médio de seis meses para a liquidação de cada "safra" de títulos. Essa premissa influencia diretamente o fluxo de caixa do Fundo e o ciclo de reinvestimento do capital, sendo um elemento central na determinação da rentabilidade e na liquidez das cotas.

### **3.6.5 Taxa média de cessão dos Direitos Creditórios**

A taxa de cessão dos direitos creditórios é o principal componente de receita do Fundo. Na modelagem, esta taxa foi concebida com uma parte fixa e outra variável, sendo a parcela variável atrelada ao principal benchmark do Fundo, resultando em uma taxa composta de CDI + 15%. A combinação de uma taxa pré-fixada com a flutuação do CDI permite que a rentabilidade da carteira de ativos acompanhe o movimento das taxas de juros, protegendo o valor do patrimônio líquido em cenários de alta.

### **3.6.6 Custo da Sênior**

Conforme a análise de mercado e as argumentações estabelecidas em estudos de viabilidade, a rentabilidade da cota sênior foi fixada em CDI + 4%. A cota sênior, por ser a primeira a ser remunerada e a última a incorrer em perdas, recebe uma remuneração mais baixa em virtude de seu menor risco de crédito.

### **3.6.7 Custo da Mezanino**

De acordo com as mesmas argumentações que justificam o custo da cota sênior, o custo da cota mezanino, que possui um risco superior ao da sênior, mas inferior ao da subordinada júnior, foi estabelecido em CDI + 5,5%.

### **3.6.8 Taxa de Gestão**

A taxa de gestão foi definida em 2% do Patrimônio Líquido do Fundo, pagas mensalmente. O valor foi intencionalmente estabelecido em um patamar superior ao usual, visto que o modelo pressupõe que a gestora utilizará sua própria estrutura de análise de crédito para operar, dispensando a contratação de uma consultoria externa. A taxa de gestão, nesse contexto, serve para gerar uma receita recorrente para a gestora, cobrindo os custos de sua estrutura interna e gerando valor.

### **3.6.9 Taxa de Administração**

A taxa de administração foi estipulada em 0,5% do Patrimônio Líquido (PL). Este percentual é um encargo padrão em fundos de investimento, destinado a remunerar os prestadores de serviço essenciais, como o administrador e o custodiante.

### **3.6.10 Custos relacionados à CVM**

Os custos de registro e fiscalização foram considerados como um custo fixo mensal de R\$ 1.600,00. Embora os valores de fiscalização possam variar em função do PL do Fundo, este valor representa uma estimativa conservadora para os custos fixos relacionados à manutenção do registro e à conformidade regulatória.

### **3.6.11 Custo de *Rating* e Auditoria**

A contratação de uma auditoria independente e a obtenção de um rating de crédito pelas "Big 3" agências (S&P, Moody's, Fitch) são passos cruciais para a credibilidade e transparência do Fundo. A obtenção e manutenção de um rating justificam a remuneração das cotas sênior e mezanino, além de atrair investidores institucionais. Com base em pesquisas de mercado, que indicam que os custos de auditoria e *rating* para fundos de investimento no Brasil podem ser significativos e variáveis, a modelagem adotou um custo fixo mensal de R\$ 15.000,00. Esse valor representa uma estimativa para cobrir tanto os honorários da auditoria independente quanto as taxas anuais e custos de manutenção do *rating*.

### **3.6.12 Auditoria de Lastro**

A auditoria do lastro, que é a verificação da existência e da qualidade dos títulos que compõem a carteira do Fundo, foi integrada à taxa de administração/custódia e estabelecida em R\$ 1.600,00 mensais. Este valor é um acréscimo específico para cobrir a verificação periódica dos ativos, normalmente realizada pelo custodiante ou por um terceiro especializado.

### **3.6.13 Escrituração**

O custo de escrituração, que se refere aos serviços de registro e controle das cotas, foi fixado em um valor mensal de R\$ 5.000,00. Este é um custo operacional essencial para a gestão do Fundo, garantindo a rastreabilidade e a transparência na propriedade das cotas.

#### **3.6.14 Captação da Sênior**

A modelagem presume uma captação de R\$ 55 milhões para a cota sênior, que representa a maior parcela do capital do Fundo, refletindo sua característica de menor risco. Além disso este valor reflete o nível de subordinação estabelecida de maneira adequada, sendo de no mínimo 45%.

#### **3.6.15 Captação da Mezanino**

A captação da cota mezanino foi fixada em R\$ 20 milhões, um valor intermediário que representa o risco e a rentabilidade balanceados desta classe. Além disso este valor reflete o nível de subordinação estabelecida de maneira adequada, sendo de no mínimo 25%.

#### **3.6.16 Captação da Subordinada Júnior**

A captação da cota subordinada júnior foi estabelecida em R\$ 28 milhões. Diferentemente das demais cotas, essa classe seria integralmente detida pela gestora do Fundo, o que alinha os interesses da gestora com os dos cotistas e demonstra o seu comprometimento com o projeto, ao assumir o maior risco de crédito na estrutura.

#### **3.6.17 Percentual alocado em Direitos Creditórios**

Foi considerado um valor de 99% do patrimônio líquido disponível, com um mínimo e máximo mensal em aquisições, respeitando o caixa mínimo de 1%, variando quando há necessidade de amortizações das cotas, sendo reservado um percentual maior para conseguir realizar as amortizações de maneira adequada.

#### **3.6.18 Amortizações**

A carência definida para ambas as cotas (Sênior e Mezanino) foi de 24 meses, seguido de uma amortização de 24 meses consecutivos também de principal e juros acumulados, obtendo então um prazo de 48 meses (4 anos).

Tabela 3: Cronograma de Amortização das cotas

| Mês    | Tipo de amortização | % Amortizado |
|--------|---------------------|--------------|
| jun/27 | Juros + Principal   | 4,2%         |
| jul/27 | Juros + Principal   | 4,3%         |
| ago/27 | Juros + Principal   | 4,5%         |
| set/27 | Juros + Principal   | 4,8%         |
| out/27 | Juros + Principal   | 5,0%         |
| nov/27 | Juros + Principal   | 5,3%         |
| dez/27 | Juros + Principal   | 5,6%         |
| jan/28 | Juros + Principal   | 5,9%         |
| fev/28 | Juros + Principal   | 6,3%         |
| mar/28 | Juros + Principal   | 6,7%         |
| abr/28 | Juros + Principal   | 7,1%         |
| mai/28 | Juros + Principal   | 7,7%         |
| jun/28 | Juros + Principal   | 8,3%         |
| jul/28 | Juros + Principal   | 9,1%         |
| ago/28 | Juros + Principal   | 10,0%        |
| set/28 | Juros + Principal   | 11,1%        |
| out/28 | Juros + Principal   | 12,5%        |
| nov/28 | Juros + Principal   | 14,3%        |
| dez/28 | Juros + Principal   | 16,7%        |
| jan/29 | Juros + Principal   | 20,0%        |
| fev/29 | Juros + Principal   | 25,0%        |
| mar/29 | Juros + Principal   | 33,3%        |
| abr/29 | Juros + Principal   | 50,0%        |
| mai/29 | Juros + Principal   | 100,0%       |

Fonte: Elaborado pelo autor

## 4 MODELAGEM

Após a definição da estrutura de governança, dos critérios de elegibilidade e dos parâmetros operacionais no capítulo anterior, este capítulo se dedica à aplicação prática desses conceitos por meio de uma simulação financeira. O objetivo da modelagem é projetar o desempenho do FIDC multicedente/multissacado proposto, analisando a evolução de seus principais indicadores ao longo de um horizonte de tempo predefinido. Por meio desta simulação, será possível avaliar a resiliência da estrutura de capital, a performance da carteira de crédito e, fundamentalmente, a rentabilidade gerada para cada classe de cotistas, validando a eficácia dos mecanismos de proteção e a viabilidade econômica do fundo.

### 4.1 Metodologia e Cenário da Simulação

A simulação foi desenvolvida em planilhas eletrônicas, projetando o fluxo de caixa mensal do fundo por um período de 54 meses, a partir da captação inicial de R\$ 103 milhões. O modelo opera sob um "cenário base", que incorpora as premissas fundamentais detalhadas na Seção 3.7. Entre as principais, destacam-se:

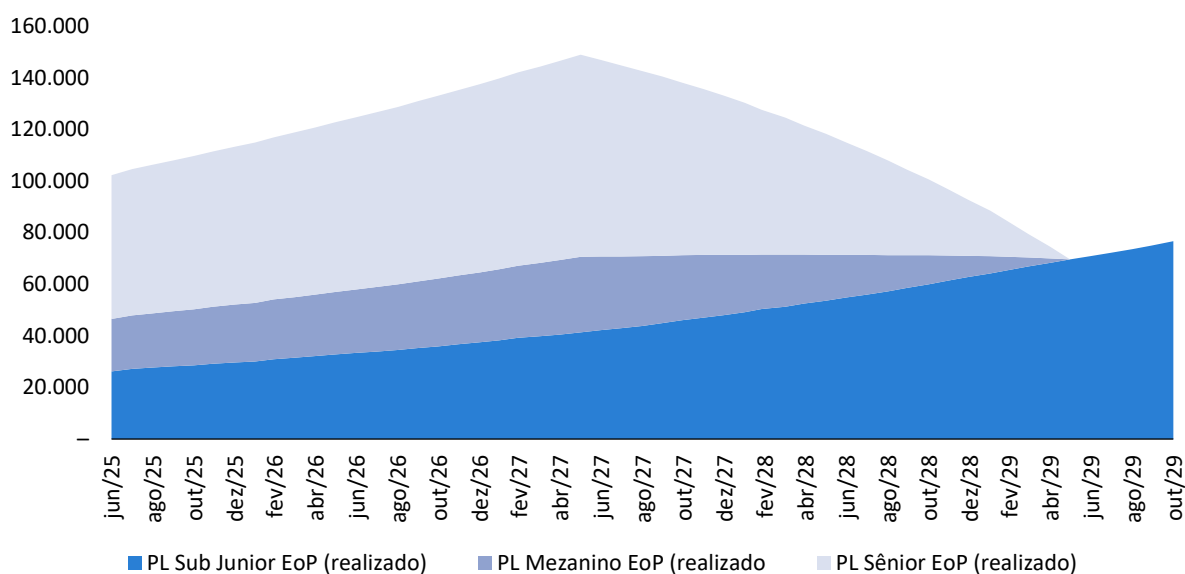
- Taxa de Juros: A taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) foi fixada em 14,9% ao ano durante todo o período, servindo como *benchmark* para a remuneração dos ativos e passivos do fundo.
- Performance dos Ativos: A carteira de direitos creditórios é adquirida com uma taxa de cessão média de CDI + 15%, com prazo médio de liquidação de seis meses por safra.
- Premissa de Perda: Adotou-se uma premissa conservadora de perda de 0,5% sobre o valor nominal de cada nova safra de crédito adquirida, reconhecida no momento da aquisição.
- Estrutura de Custos: Foram incorporadas todas as despesas operacionais, incluindo taxas de gestão (2% a.a.), administração (0,5% a.a.) e outros custos fixos (CVM, *rating*, auditoria, etc.).

Esses parâmetros, em conjunto, formam a base sobre a qual os resultados subsequentes são analisados, permitindo uma avaliação clara do desempenho do fundo em condições de normalidade de mercado.

## 4.2 Análise da Estrutura de Capital e Níveis de Subordinação

A solidez de um FIDC reside em sua capacidade de absorver perdas sem comprometer o capital dos investidores seniores. A simulação demonstra a evolução do PL do fundo, refletindo o crescimento orgânico gerado pela rentabilidade da carteira, líquido de todas as despesas e amortizações.

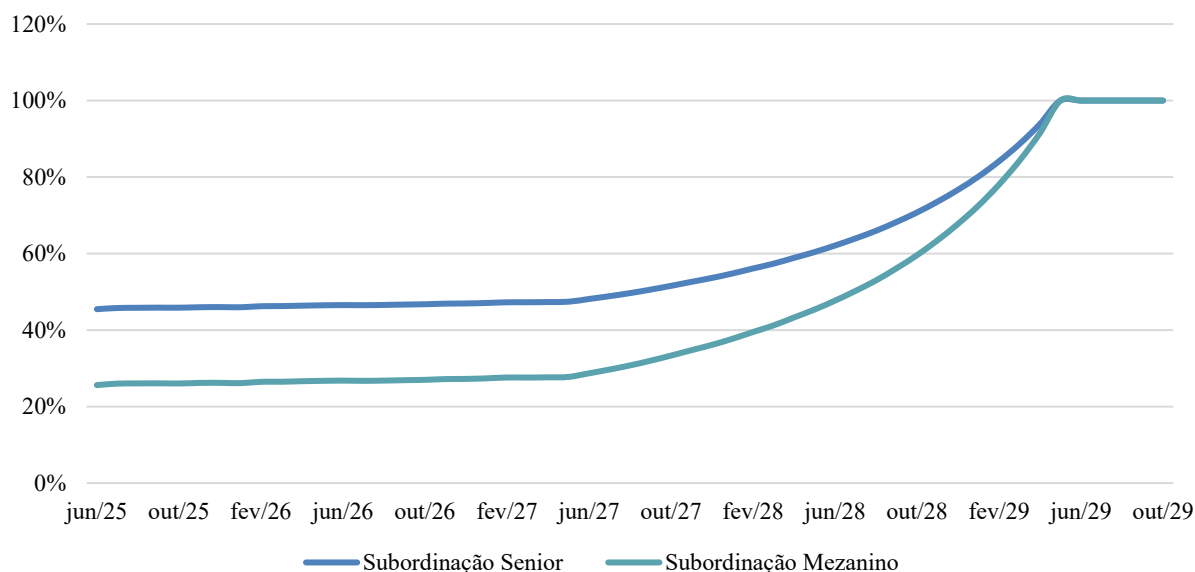
Gráfico 5: Evolução do patrimônio líquido por cota (R\$ mil)



Fonte: Elaborado pelo autor

Este gráfico ilustra o crescimento contínuo do PL ao longo dos 54 meses, partindo da captação inicial e expandindo-se à medida que os resultados são reinvestidos. Mais importante do que o crescimento absoluto, no entanto, é a manutenção dos mecanismos de proteção de crédito. Os *covenants* de subordinação mínima são a principal defesa dos cotistas Sênior e Mezanino. A simulação verifica, a cada mês, se os níveis de subordinação permanecem acima dos gatilhos estabelecidos no regulamento.

Gráfico 6: Evolução das subordinações por cota (%)



Fonte: Elaborado pelo autor

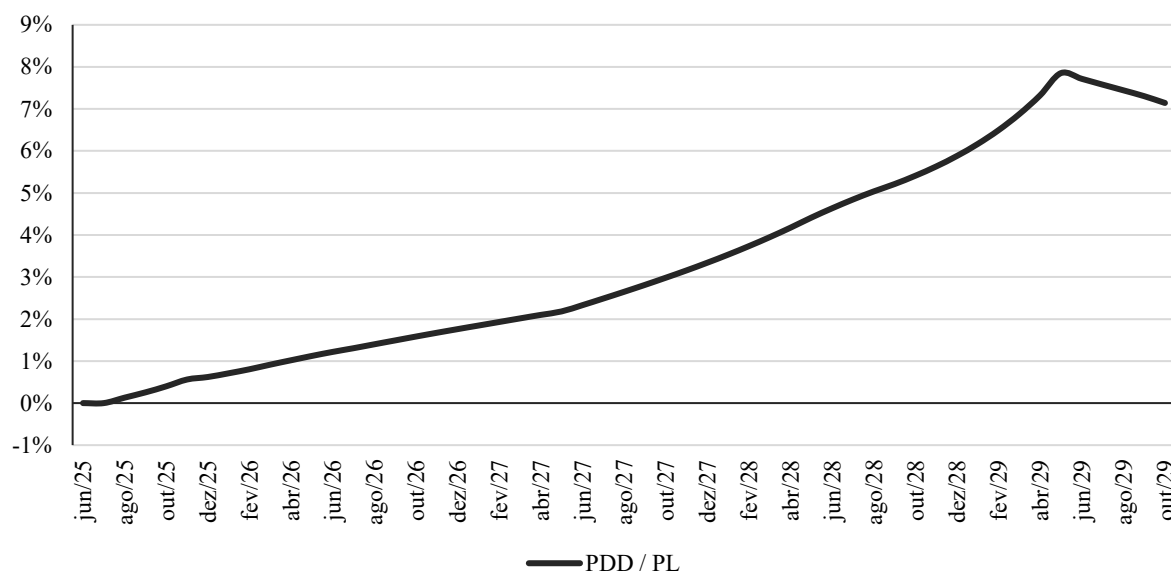
Como demonstrado no Gráfico 6, os níveis de subordinação para as cotas Sênior (mínimo de 35%) e Mezanino (mínimo de 20%) não apenas são consistentemente atendidos, como também apresentam uma margem de segurança crescente ao longo do tempo. Esse resultado valida a adequação da estrutura de capital inicial e a capacidade do fundo de gerar lucro suficiente para reforçar suas próprias defesas, confirmando que a operação é autossustentável do ponto de vista do risco estrutural.

#### 4.3 Desempenho da Carteira de Direitos Creditórios

A qualidade da carteira de ativos é o motor da rentabilidade e o principal foco dos *covenants* de performance. A simulação projetou a evolução de dois indicadores críticos: a PDD e o Índice de Perda Acumulada. A PDD, calculada conforme a política de provisionamento gradual a partir de 60 dias de atraso, reflete as perdas esperadas na carteira.

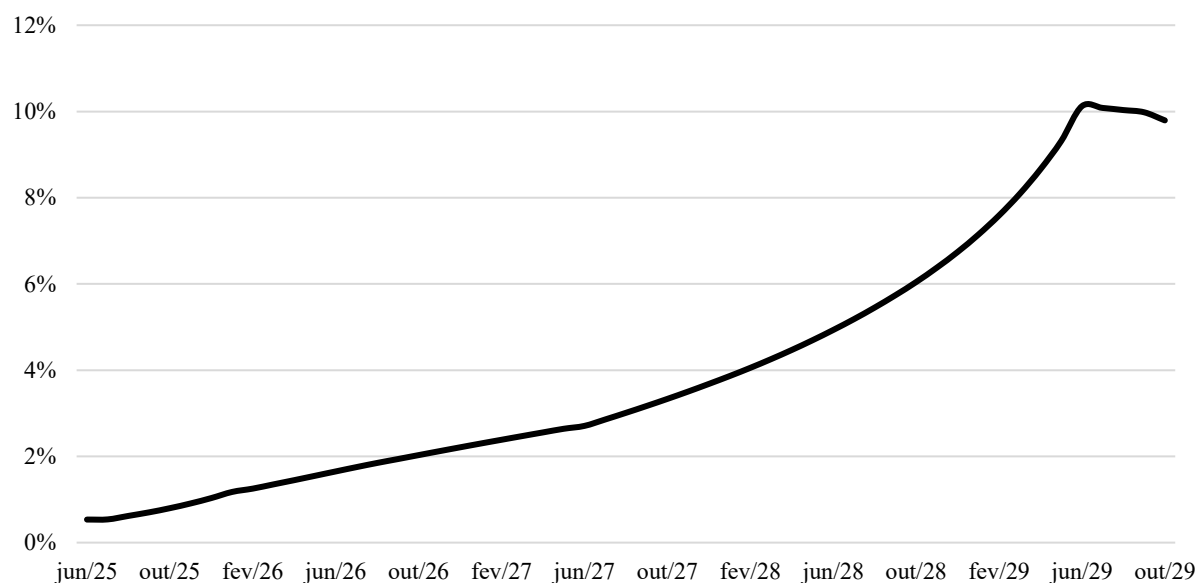
O resultado da simulação indica que o saldo da PDD se estabiliza em um patamar significativamente inferior ao limite de *covenant* de 15% do PL. Isso sugere que, mesmo com a ocorrência de inadimplência prevista no modelo, a carteira se mantém saudável e a necessidade de provisionamento não atinge um nível que ameace a estabilidade do fundo ou acione um Evento de Avaliação.

Gráfico 7: Evolução da PDD de junho de 2025 a outubro de 2029 (%)



De forma complementar, o Índice de Perda Acumulada mede as perdas efetivamente realizadas em relação a todo o volume de crédito já originado. Este é um indicador da eficácia histórica da política de crédito.

Gráfico 8: Evolução do Índice de Perda Acumulada de junho de 2025 a outubro de 2029 (%)



Fonte: Elaborado pelo autor

O gráfico acima confirma que a premissa de perda de 0,5% por safra, quando acumulada, mantém o índice de provisão para devedores duvidosos em um nível muito baixo e distante do gatilho de 7% e, somente aumenta ao passo que a cota sênior e a cota mezanino amortizam, diminuindo o PL do Fundo e consequentemente inflando este indicador de maneira “artificial”, pela diminuição do denominador.



#### 4.4 Rentabilidade por Classe de Cotas

O objetivo final do FIDC é entregar retornos ajustados ao risco para seus investidores. A simulação calculou a rentabilidade efetiva para cada uma das três classes de cotas, após a dedução de todos os custos e o pagamento das amortizações conforme a ordem de prioridade.

Tabela 4: Rentabilidade acumulada das cotas

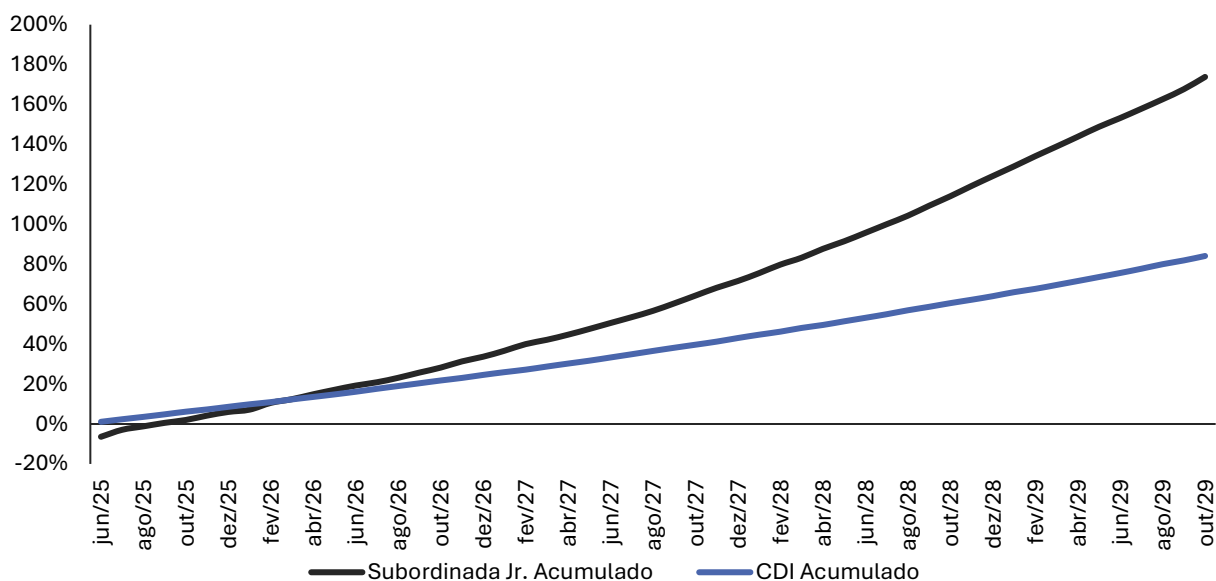
| Classe de Cota | Rentabilidade Meta | Rentabilidade Acumulada | % CDI  |
|----------------|--------------------|-------------------------|--------|
| Cota Sênior    | CDI + 4,0%         | 101,3%                  | 140,2% |
| Cota Mezanino  | CDI + 5,5%         | 113,1%                  | 156,5% |

Fonte: Elaborado pelo autor

Como a subordinada prevaleceu ao longo de todo o período analisado e a rentabilidade das cotas sênior e mezanino são em regime de renda fixa, foi possível entregar em todo o período a rentabilidade prometida de acordo com as premissas. O sucesso em remunerar essas classes prioritárias é uma consequência direta da performance positiva da carteira e da solidez da estrutura de capital.

O indicador mais relevante do sucesso econômico da operação, no entanto, é a rentabilidade da Cota Subordinada Júnior. Integralizada pela própria gestora, esta classe absorve o primeiro risco de perda e, em contrapartida, captura todo o retorno excedente da operação. Uma rentabilidade elevada para esta cota valida o modelo de negócio e alinha os interesses da gestora com os dos demais investidores.

Gráfico 9: Retorno acumulado da cota Subordinada e CDI de junho de 2025 a outubro de 2029 (%)



Fonte: Elaborado pelo autor

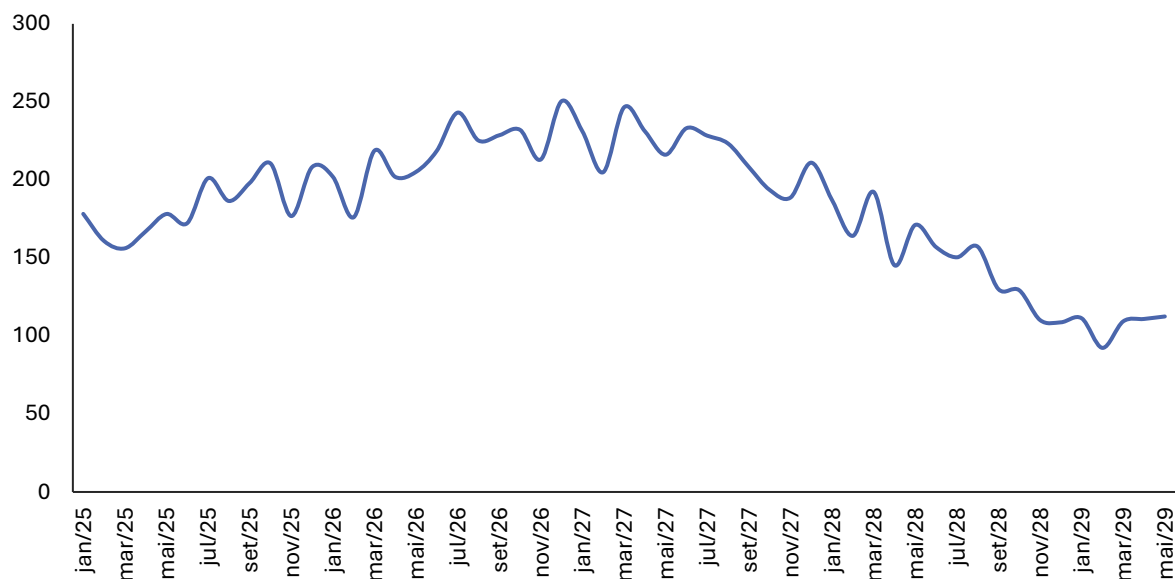
A rentabilidade apurada para a Cota Subordinada Júnior demonstra a atratividade do FIDC como negócio, justificando o risco assumido pela gestora e confirmando que a taxa de cessão dos ativos ( $\text{CDI} + 15\%$ ) foi suficiente para remunerar todas as classes de cotas, cobrir os custos e ainda gerar um resultado expressivo. A TIR somente da cota subordinada foi de 25,60% a.a., mesmo com custos elevados para a estrutura do fundo.

#### 4.5 Remuneração da gestora

A sustentabilidade operacional está intrinsecamente ligada à sua capacidade de remunerar adequadamente os prestadores de serviço essenciais, com destaque para a gestora. Neste estudo, foi estipulada uma taxa de gestão de 2% ao ano sobre o Patrimônio Líquido do Fundo, um valor que busca não apenas cobrir os custos operacionais, mas também justificar a montagem de uma estrutura interna robusta e especializada em análise de crédito pulverizado. A expertise na seleção, monitoramento e cobrança dos direitos creditórios é o pilar que sustenta a performance do Fundo e mitiga seus riscos, tornando a remuneração da gestora uma métrica-chave para a viabilidade do projeto.

Dessa forma, esta seção tem como objetivo analisar a projeção da remuneração da gestora ao longo do horizonte de tempo da simulação. Os resultados demonstrarão se o montante gerado pela taxa de administração é economicamente atrativo e suficiente para manter uma gestão ativa e de alta performance, condição fundamental para a implementação bem-sucedida do Fundo no mercado.

Gráfico 10: Remuneração ao mês para a gestora de junho de 2025 a outubro de 2029 (em milhares de reais)



cobrança eficientes, que são cruciais para a proteção dos cotistas e o sucesso da estratégia de pulverização. Portanto, conclui-se que a remuneração projetada não só valida o modelo de negócio para a gestora, mas também reforça o alinhamento de interesses: uma gestão bem remunerada e com recursos tem maiores incentivos e capacidade para gerar retornos consistentes e seguros para os investidores do Fundo.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho se propôs a realizar uma análise aprofundada da evolução, regulação e estrutura dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) para, ao final, validar a concepção de um modelo focado no financiamento de pequenas e médias empresas. A jornada investigativa percorreu a trajetória histórica desses fundos, o impacto de marcos regulatórios transformadores e a aplicação prática dos conceitos em uma simulação financeira. Ao concluir esta análise, retoma-se os objetivos propostos para consolidar os resultados alcançados.

A análise da estrutura e do desempenho dos FIDCs multicedente/multissacado, objeto deste trabalho, evidencia a sua relevância como instrumento de fomento ao crédito para pequenas e médias empresas. Ao diversificar as fontes de captação e pulverizar os riscos, os fundos se consolidam como uma alternativa viável e atraente ao financiamento bancário tradicional, contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais e para o crescimento da economia brasileira.

O primeiro objetivo específico consistiu em mapear os marcos regulatórios que definiram a trajetória dos FIDCs desde sua criação em 2001. A pesquisa demonstrou que a evolução desses fundos foi um processo de amadurecimento contínuo, moldado por um ciclo de inovação, crises de governança e respostas assertivas do regulador. Desde sua gênese normativa em 2001 (Resolução CMN nº 2.907 e Instrução CVM nº 356), passando pelo fortalecimento da governança com a Instrução CVM nº 531 em 2013, até a modernização consolidada pela Resolução CVM nº 175 em 2022, ficou evidente que a estrutura atual dos FIDCs é um reflexo direto das lições aprendidas. Conclui-se, portanto, que o arcabouço regulatório evoluiu para criar um ambiente progressivamente mais seguro e transparente, fundamental para a proteção do cotista.

O segundo objetivo foi avaliar o impacto do novo marco regulatório, a Resolução CVM 175, na expansão, sofisticação e democratização do mercado de FIDCs. A análise revelou que esta norma é um divisor de águas. Inovações como a possibilidade de criação de classes e subclasses com patrimônios segregados, a instituição da responsabilidade limitada do cotista e, notadamente, a abertura do acesso ao investidor de varejo, foram destacadas como transformadoras. Conclui-se que a Resolução CVM 175 não apenas aprimora a estrutura e a segurança jurídica dos fundos, mas também desbloqueia um potencial de crescimento exponencial ao democratizar o acesso, o que pode ampliar significativamente o fluxo de capital para o financiamento da economia real.

Por fim, o objetivo central do trabalho foi detalhar a estrutura operacional, de governança e de gestão de riscos de um FIDC multicedente/multissacado fictício,

demonstrando como seu desenho mitiga os riscos históricos e se alinha às melhores práticas atuais. Este objetivo foi materializado nos capítulos 3 e 4, onde se propôs um modelo com uma política de crédito criteriosa e, crucialmente, um conjunto de gatilhos de proteção (*covenants*). A simulação financeira validou a eficácia dessa estrutura, demonstrando que os níveis mínimos de subordinação para as cotas Sênior (mínimo de 45%) e Mezanino (mínimo de 25%) foram consistentemente mantidos. Além disso, a performance da carteira, mesmo com uma premissa de perda, manteve-se saudável, com a Provisão para Devedores Duvidosos (PDD) permanecendo em patamares seguros e distantes do limite de 15% do PL.

A validação econômica do modelo foi confirmada pela rentabilidade gerada: o FIDC simulado foi capaz de entregar o retorno prometido às cotas Sênior e Mezanino e, ainda, proporcionar um retorno expressivo para a cota Subordinada Júnior, superando com folga o CDI. Este resultado prático corrobora a hipótese central do estudo: é possível estruturar um FIDC seguro e eficiente, que cumpre seu duplo papel de ser uma alternativa de investimento atrativa e um canal de financiamento competitivo para as PMEs, que historicamente enfrentam restrições ao crédito bancário tradicional, no sentido de maiores taxas ou até mesmo pouca aderência de bancos em investir nestas empresas, que possuem um risco de crédito maior. A estrutura busca mitigar a ausência dos bancos neste cenário, progredindo em parcerias com essas empresas para fomentar as atividades relacionada a todos os setores da economia (Carvalho, 2015).

Em suma, este estudo conclui que um FIDC concebido à luz de sua evolução regulatória e dotado de mecanismos de controle, como os simulados, não é apenas uma construção teórica, mas uma solução prática. Ele representa um veículo de investimento e uma resposta eficaz para o desafio crônico de financiamento das empresas que formam a espinha dorsal da economia brasileira.

## REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE, Mayte Souza Dantas de. **Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC): O Exemplo da Empresa Parmalat**. 2005. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Administração) - Faculdades Ibmecc, Rio de Janeiro, 2005.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

ANBIMA. **Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros**. São Paulo: ANBIMA, 2022. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/data/files/E2/B4/FC/8E/3569D7101C3BD7D7882BA2A8/Codigo%20de%20ART\\_03.01.22.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/E2/B4/FC/8E/3569D7101C3BD7D7882BA2A8/Codigo%20de%20ART_03.01.22.pdf). Acesso em: 29 ago. 2025.

ANBIMA. **Código de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimento**. São Paulo: ANBIMA, 2015.

ANBIMA. **Guia ANBIMA para Metodologia de PDD de Direitos Creditórios**. São Paulo: ANBIMA, 2025. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/data/files/0A/90/A1/D1/5ED569104D404569B82BA2A8/Guia\\_Tecnico\\_PDD\\_vfinal.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/0A/90/A1/D1/5ED569104D404569B82BA2A8/Guia_Tecnico_PDD_vfinal.pdf). Acesso em: 29 ago. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS)**. Brasília, DF: BCB, 2025. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 29 ago. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 175**, de 23 de dezembro de 2022. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 23 dez. 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>. Acesso em: 29 ago. 2025.

CARVALHO, Douglas de. **Redução de erros operacionais em uma gestora de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios**. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2018.

FERNANDES, Beatriz Varela. **Análise dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios como uma alternativa de financiamento**. 2022. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2022.

GOMES, Arick Mendes da Silveira. **Operabilidade e regulação das operações de FIDC no contexto econômico pós-moderno**. 2022. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial e Cidadania) - Centro Universitário Curitiba, Curitiba, 2022.

MACHADO, Lucas da Silva. **Securitização de Recebíveis através da Estruturação de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios como Alternativa de Financiamento para Empresas**. 2020. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) – Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2020.

MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. **Securitização de créditos e a Lei 11.101/05. 2013.** Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

OLIVEIRA, Lucas Evangelista Freitas. **Fundos de Investimento em Direitos Creditórios: sua influência sobre o mercado de capitais. 2018.** Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2018.

RIBEIRO JÚNIOR, José Alves. **Securitização de recebíveis: elementos constitutivos no direito brasileiro.** São Paulo: Thomson Reuters, 2020.

SOUZA, Renata Oliveira Pires de. **Efeito certeza, efeito reflexo e excesso de confiança em investidores institucionais de títulos de securitização: um estudo de caso. 2019.** Dissertação (Mestrado em Ciências) - Escola Superior de Agricultura "Luiz de Queiroz", Universidade de São Paulo, Piracicaba, 2019.

ZACCHELLO, Daniel. **Determinantes de Spread de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. 2010.** Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.



## APÊNDICE A – DEFINIÇÃO DOS TERMOS

**Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs):** São fundos que investem em direitos creditórios originados de operações de crédito, como duplicatas e cheques. Regulamentados pela Resolução CMN nº 2.907/2001 e Instrução CVM nº 356/2001, os FIDCs permitem que empresas antecipem seus fluxos de caixa transferindo recebíveis ao fundo, que emite cotas para investidores (MACHADO, 2020).

**Comissão de Valores Mobiliários (CVM):** Órgão regulador do mercado de valores mobiliários no Brasil, responsável por supervisionar atividades relacionadas a fundos de investimento, ações e debêntures, conforme Lei nº 6.385/1976. Sua regulamentação dos FIDCs visa assegurar práticas de governança e transparência (ANBIMA, 2015).

**Resolução CMN nº 2.907/2001:** Define as diretrizes para a criação e operação dos FIDCs, exigindo que ao menos 50% do patrimônio do fundo esteja em direitos creditórios. Essa regulamentação foi essencial para o desenvolvimento do mercado de securitização no Brasil (CARVALHO, 2018).

**Securitização de Ativos:** É o processo de transformação de fluxos de caixa futuros em títulos financeiros. Nos FIDCs, os recebíveis de uma empresa são securitizados, permitindo que esta obtenha liquidez e que investidores acessem ativos com risco ajustado de crédito (ZACCHELLO, 2010).

**Desintermediação Financeira:** Processo em que empresas e investidores transacionam diretamente no mercado de capitais, sem intermediários bancários. Nos FIDCs, as empresas captam recursos diretamente de investidores, reduzindo sua dependência de crédito bancário, especialmente em períodos de restrição (OLIVEIRA, 2018).

**Cotas Sênior e Subordinadas:** Nos FIDCs, as cotas são divididas em classes de risco: as cotas sêniores têm prioridade nos pagamentos e apresentam menor risco, enquanto as cotas subordinadas absorvem as primeiras perdas, oferecendo um potencial de retorno mais alto (FERNANDES, 2022).

**Patrimônio Líquido:** Refere-se ao valor total dos ativos do fundo, menos os passivos. Nos FIDCs, o patrimônio é composto principalmente por direitos creditórios e serve como base para o cálculo do valor das cotas e análise do desempenho do fundo (MACHADO, 2020).

**Recebíveis Performados e Não Performados:** Recebíveis performados são aqueles em que a obrigação foi satisfeita, enquanto os não performados representam créditos futuros. Essa distinção é relevante para a avaliação de risco dos FIDCs, pois os performados têm menor risco de inadimplência (ZACCHELLO, 2010).

**Rating (Classificação de Risco):** Avaliação realizada por agências para medir a qualidade de crédito dos ativos do FIDC. O rating é essencial para informar investidores sobre a segurança das cotas, sendo as cotas sênior geralmente classificadas com menor risco (FERNANDES, 2022).

**Resolução CVM nº 175/2022:** Documento que regulamenta a constituição, funcionamento e prestação de serviços para fundos de investimento no Brasil. Estabelece diretrizes sobre emissão de cotas, deveres dos prestadores de serviços e critérios de divulgação de informações. Essa norma visa aprimorar o controle e a transparência no mercado de fundos, promovendo um ambiente mais seguro para investidores (CVM, 2022).

**Anexo Normativo II – FIDCs:** Parte da Resolução CVM nº 175/2022 que define normas específicas para Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Inclui regras sobre estrutura de cotas, requisitos de lastro, limites de concentração e critérios de divulgação. O anexo reforça a segurança dos investimentos em FIDCs, detalhando as obrigações de gestores e administradores (CVM, 2022).

**Administrador do Fundo:** Pessoa jurídica autorizada pela CVM para exercer a função de administrador fiduciário, responsável pela administração do fundo e cumprimento das normas estabelecidas na regulamentação e no regulamento do fundo (CVM, 2022).

**Classes de Cotas:** Nos fundos regulados pela Resolução CVM nº 175, as cotas podem ser organizadas em diferentes classes, com direitos e obrigações distintos. Uma classe pode ser aberta (com resgate permitido) ou fechada (sem resgate), e cada uma possui um patrimônio segregado. Esse modelo proporciona flexibilidade para atender diferentes perfis de investidores (CVM, 2022).

**Regulamento do Fundo:** Documento que rege a constituição e funcionamento de um fundo de investimento, especificando seus objetivos, política de investimentos, direitos e deveres dos cotistas. O regulamento deve estar disponível para os investidores e ser aderente à legislação vigente, conforme exigido pela Resolução CVM nº 175 (CVM, 2022).

**Responsabilidade Limitada dos Cotistas:** A Resolução CVM nº 175 permite que o regulamento do fundo limite a responsabilidade dos cotistas ao valor investido. Caso a responsabilidade não seja limitada, os cotistas respondem por eventual patrimônio negativo, uma característica essencial para fundos de risco como os FIDCs (CVM, 2022).