

**INSPER - INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA
LLM EM DIREITO DO MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS**

BRUNO CESAR GOBETI

**SECURITIZAÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO PERFORMADOS NOS
FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS – FIDC**

SÃO PAULO

2016

BRUNO CESAR GOBETI

**SECURITIZAÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO PERFORMADOS NOS
FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS – FIDC**

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Mercado Financeiro e de Capitais do Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós-graduação em Direito.

Área de concentração: Direito do Mercado Financeiro e de Capitais.

Orientadora: Prof.^a Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

SÃO PAULO

2016

Gobeti, Bruno Cesar.

Securitização de direitos creditórios não performados nos fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC. /

Bruno Cesar Gobeti. – São Paulo, 2016.

65 f.

Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito do Mercado Financeiro e de Capitais – LLM). Área de concentração: Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora: Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1. Mercado Financeiro e de Capitais 2. Securitização 3. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios 4. Direitos Creditórios não performados.

BRUNO CESAR GOBETI

**SECURITIZAÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO PERFORMADOS NOS
FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS – FIDC**

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Mercado Financeiro e de Capitais do Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós-graduação em Direito.

Área de concentração: Direito do Mercado Financeiro e de Capitais.

DATA DE APROVAÇÃO: ___/___/___

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha orientadora, Professora Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque pela atenção, disponibilidade e valiosas contribuições no direcionamento desse trabalho, assim como à Professora Taimi Haensel pelo incentivo na seleção do tema e orientações iniciais durante a fase de elaboração do projeto.

Agradeço também, de maneira especial, à minha esposa Beatriz Helena Kiyohara Gobeti, aos meus pais Antonio Gobeti e Iara Gobeti, e às minhas irmãs Renata e Ana Carolina, por todo o suporte, companheirismo e motivação.

Agradeço também aos meus amigos do Banco Rabobank, pelas discussões sobre o tema e apoio para conclusão deste trabalho, em especial ao Filipe Prado, Luis Bellini e Alessandra Hazl.

RESUMO

Tendo em vista a constante evolução e sofisticação das operações realizadas no mercado financeiro e de capitais na busca de alternativas para a captação de recursos, a securitização ganhou espaço no cenário nacional a partir da publicação da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº. 2.907/01 e pela instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº. 356/01. O presente trabalho tem por objetivo abordar alguns conceitos, riscos e mecanismos de reforço de crédito inerentes à “Securitização de Direitos Creditórios Não Performados nos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC”. No desenvolvimento do tema mencionado, serão abordados alguns dos principais conceitos e definições que envolvem a securitização de ativos no Brasil, desde o seu surgimento aos tempos atuais. Além disso, serão apresentadas a estrutura de funcionamento e as principais características dos fundos de investimento em direitos creditórios no Brasil, sobretudo no que diz respeito aos direitos creditórios à performar. Por fim, serão analisados os riscos inerentes às operações lastreadas em direitos creditórios à performar e os mecanismos de reforço de crédito e gatilhos de segurança usuais para este tipo de operação com base nas operações celebradas no mercado local.

Palavras-Chave: Securitização de Recebíveis; Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC; Direitos Creditórios Não Performados.

ABSTRACT

Considering the sophistication and constant evolution experienced by the financial and capital market in terms of alternatives of funding, securitization has become more relevant in the local market after the issuance of Resolução nº. 2.907/01 of Conselho Monetário Nacional and the Instrução nº nº 356/01 of the Comissão de Valores Mobiliários. This study aims to address some concepts, risks and credit enhancement mechanisms inherent to "Securitization of non-performed Receivables through FIDC – Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios". In the development of this article, it will be discussed some of the main concepts and definitions involving the securitization of assets in Brazil, from its inception to current times. In addition, it will be presented the operational structure and the main characteristics of FIDC in Brazil, especially regarding non-performed receivables. Finally, it will be analysed the risks inherent to asset-backed securities of non-performed receivables, credit enhancement mechanisms and usual protective triggers for this kind of transaction carried out in the local market.

Keywords: Securitization of Receivables; Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios - FIDC; non-performed receivables.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	8
2 DA SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS.....	14
2.1 Conceito e Funcionamento	14
2.2 Histórico da Securitização de Ativos.....	22
3 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS	27
3.1 Evolução dos Fundos de Investimento	27
3.2 Competência da CVM	28
3.3 Dos Fundos de Investimento	30
3.4 Caracterização da Operação - Composição da Carteira	31
3.5 Direitos Creditórios	33
3.6 Espécies de Cotas	35
3.7 Tipos de Fundo	37
3.8 Investidores Qualificados ou Profissionais.....	38
3.9 Estrutura da Operação	40
3.10 Figuras que Compõem o Fundo de Investimento.....	42
3.10.1 Administrador.....	42
3.10.2 Cotista.....	43
3.10.3 Custodiante	44
3.10.4 Agências de Classificação de Risco (<i>Rating</i>).....	45
4 RISCOS ENVOLVIDOS NOS FIDCS E MECANISMOS DE REFORÇO	48
4.1 Risco de <i>Performance</i>	48
4.2 Risco de Crédito	49
4.3 Risco de Liquidez	50
4.4 Reforço de Crédito e Gatilhos de Segurança.....	51
5 CONCLUSÃO.....	56
REFERÊNCIAS	58

1 INTRODUÇÃO

O mercado financeiro e de capitais está em constante evolução na tentativa de atender a demanda de crédito dos agentes econômicos. Nesse contexto, o desenvolvimento da economia brasileira e os avanços observados nos últimos anos no que diz respeito à complexidade e sofisticação das operações realizadas no mercado financeiro e de capitais, a securitização de recebíveis se apresenta como alternativa para a captação de recursos em relação às opções de financiamento até então existentes, anteriormente restritas às modalidades mais tradicionais como o autofinanciamento e endividamento bancário.¹

Enquanto processo de criação e emissão de valores mobiliários por meio da qual a empresa originadora transforma fluxos financeiros ilíquidos, tais como recebíveis de cartão de crédito e duplicatas, em títulos líquidos e negociáveis no mercado de capitais², a securitização de direitos creditórios propicia inúmeras vantagens às partes no âmbito econômico, jurídico, contábil e tributário.^{3,4 e 5}

Dentre as vantagens inerentes à securitização de recebíveis, destacam-se a possibilidade de redução dos custos de captação na medida em que o risco de crédito deixa de ser mensurado com base na qualidade dos demonstrativos financeiros da empresa originadora e na sua capacidade de repagamento da dívida e passa a ser avaliado de acordo com a qualidade da

¹ Conforme: SANTANA, Rogério de Araújo. **O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios como Alternativa de Financiamento: 2001–2005**. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. p.32. Disponível em: <http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=4030>. Acesso em: 20 jun. 2016.

² Conforme: PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.26.

³ Conforme: FERNANDES, Maurício P.; SHENG, Hsia H.; LORA, Mayara I. A Securitização, *Rating* de Crédito e Valor de Empresas Emissoras. In: **ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO**, set. 2011, Rio de Janeiro. p.2-3. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN91.pdf>> Acesso em: 20 jun. 2016.

⁴ Conforme: ALMEIDA, Marcelo Pacheco. **A Securitização de Recebíveis como Alternativa ao Racionamento de Crédito: uma análise do fundo de investimento em direitos creditórios**. 2005. 98 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

⁵ Conforme: PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.40.

carteira de recebíveis, objeto da securitização⁶. Além disso, os valores mobiliários resultantes da securitização são adquiridos diretamente pelos investidores (desintermediação financeira)⁷, e são passíveis de negociação no mercado secundário, de forma que transferem-se aos investidores os riscos outrora assumidos integralmente pelas instituições financeiras⁸.

Um dos veículos disponíveis no mercado para viabilizar a operação de securitização de recebíveis são os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios - FIDC⁹, que se caracterizam como uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio e destinado à aplicação de ativos financeiros. Os valores mobiliários emitidos pela securitizadora são cedidos ao fundo com um deságio¹⁰, e o fundo por sua vez emite cotas representativas dos direitos creditórios e as disponibiliza aos investidores interessados em obter a rentabilidade da operação quando os recebíveis forem quitados pelos devedores da empresa originadora¹¹.

Dessa forma, a operação se torna interessante para todas as partes envolvidas, pois a empresa originadora se capitaliza ao receber os recursos provenientes dos recebíveis securitizados e disponibilizados no mercado com um custo de captação muitas vezes menor do que obteriam com dívidas bancárias tradicionais¹², os investidores deixam de assumir os riscos inerentes à originadora¹³ e contam com maior liquidez em relação ao capital investido com a

⁶ Conforme: COWAN, Cameron L. On behalf the American Securitization Forum. **Hearing on Protecting Homeowners: Preventing Abusive Lending While Preserving Access to Credit**, nov. 2003. Disponível em: <<https://financialservices.house.gov/media/pdf/110503cc.pdf>>. p.6. Acesso em: 20 jun. 2016.

⁷ Conforme: FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. **Securitization: The Tool of Financial Transformation**. Yale International Center for Finance. Working Paper N° 07-07, jun. 2007. p.12. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=997079>>. Acesso em: 20 jun. 2016.

⁸ Conforme: FISHMAN, Michael J.; KENDALL, Leon T. **A Primer on Securitization**. Cambridge: The MIT Press, 1996. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=wj3ktnd9RIsC&pg=PA1&lpg=PA1&dq=Securitization:+a+new+era+in+american+finance&source=bl&ots=FIEdfwCOo5&sig=JwisOmV-aVprC8ATfmyum2uhtW8&hl=pt-PT&sa=X&ei=TD0PVbW6KZffsASl6YKYBg&ved=0CCcQ6AEwAA#v=onepage&q=Securitization%3A%20a%20new%20era%20in%20american%20finance&f=false>>. Acesso em: 20 jun. 2016.

⁹ Conforme: PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.32.

¹⁰ Conforme: GAGGINI, Fernando Schwarz. **Securitização de Recebíveis**. 1. ed. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2003. p.30.

¹¹ Conforme: PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.64.

¹² Conforme: SANTANA, Rogério de Araújo. **O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios como Alternativa de Financiamento: 2001–2005**. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. p.51. Disponível em: <http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=4030>. Acesso em: 20 jun. 2016.

¹³ Conforme: AYOTTE, Kenneth; GAON, Stav. **Asset-Backed Securities: Costs and Benefits of Bankruptcy Remoteness**. Texas Finance Festival, out. 2005. p.4-5. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=813847&rec=1&srcabs=561581>. Acesso em: 20 jun. 2016.

possibilidade de negociar as cotas no mercado secundário, e o risco de crédito da operação é diluído e repassado proporcionalmente aos investidores que adquirem as cotas do FIDC¹⁴.

Não obstante, as operações de securitização de direitos creditórios por meio de FIDC contiuem modalidade de financiamento do mercado de capitais que permite a captação de recursos de terceiros sem elevar o endividamento bancário da sociedade¹⁵ e, portanto, sem consumir limite de crédito aprovado perante as instituições financeiras¹⁶ e sem que ocorra o ingresso de novos sócios ou acionistas¹⁷.

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, foram introduzidos no mercado brasileiro com a Resolução n°. 2.907/01, do Conselho Monetário Nacional – CMN, pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários - CVM n°. 356/01, de 17 de dezembro de 2001 alterada posteriormente pelas Instruções da CVM n° 393/03; 435/06; 442/06; 446/06; 458/07; 484/10; 489/10; 498/11; 510/11; 531/13; 554/14 e 558/15, e pela Instrução CVM n° 444/06, de 08 de dezembro de 2006, que disciplina os FIDC Não Padronizados.

Nos FIDCs, admite-se que o direito creditório que serve de lastro para a operação eteja consubstanciado em um direito creditório já existente (direitos creditórios performados), ou em créditos futuros a performar (direitos creditórios não performados). Fortuna¹⁸ define que, diferentemente dos direitos creditórios performados, em que o bem ou serviço já foi entregue e ou prestado, os direitos creditórios não performados são aqueles originados de contratos com entrega ou prestação futura.

No Brasil, como exemplo de FIDC estruturado a partir de créditos futuros não performados, podemos citar o FIDC-NP da Companhia Paulista de Trens Metropolitanos - CPTM, em que a companhia securitizou a renda a ser obtida dos usuários de transporte público

¹⁴ Conforme: SANTANA, Rogério de Araújo. **O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios como Alternativa de Financiamento: 2001–2005**. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. p.11. Disponível em: <http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=4030>. Acesso em: 20 jun. 2016.

¹⁵ Ibidem, p.11.

¹⁶ Conforme: SCHWARCZ, Stevens L. **Securitization and Structured Finance**. 2011. p.3. Disponível em: <http://www.masonlec.org/site/rte_uploads/files/SCHWARCZ_Encyclopedia-of-Financial-Globalization-Elsevier.pdf> Acesso em: 20 jun. 2016.

¹⁷ Conforme: SANTANA, Rogério de Araújo. **O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios como Alternativa de Financiamento: 2001–2005**. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. p. 11. Disponível em: <http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=4030>. Acesso em: 20 jun. 2016.

¹⁸ Conforme: FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 18. ed. Rio de Janeiro: Atual, 2011. p.432.

ferroviário com a venda de passagens em determinadas estações e em um determinado período, e se capitalizou a partir da receita proveniente dos investidores adquirentes das cotas do FIDC¹⁹. Sendo assim, a partir de uma expectativa de direito (renda a ser obtida com a venda de passagens de transporte público ferroviário), da qual sequer possuía um título representativo contra seus demandantes – visto que os recebíveis da receita de bilheteria ainda não haviam sido performados - a CPTM recebeu um grande aporte de recursos de investidores no mercado de capitais²⁰.

Nesse contexto, tendo em vista as oportunidades geradas a partir da regulação dos FIDCs e considerando que a legislação que regulamenta os fundos de investimentos em direitos creditórios no Brasil é relativamente recente, surge a necessidade de ampliação da discussão a respeito de alguns conceitos e riscos jurídicos inerentes à estrutura desse tipo de operação, que será abordada no desenvolvimento do presente trabalho de monografia, que abordará a Securitização de direitos creditórios não performados nos fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC.

Inicialmente, a própria definição do que são direitos creditórios e que, portanto, são ativos passíveis de serem securitizados e negociados no âmbito do mercado de capitais por meio de FIDC foi objeto de discussão perante os órgãos reguladores e entidades organizadas do mercado financeiro²¹, o que denota que ainda se discutem questões jurídicas conceituais atreladas ao tema. Não obstante, diversos outros temas vêm sendo discutidos e/ou questionados perante a CVM como a natureza jurídica dos direitos creditórios não performados, quais ativos podem ser securitizados no âmbito do FIDC²², o mecanismo de cessão para transferência da titularidade do direito de receber o valor correspondente ao recebível cedido, os riscos envolvidos nesse tipo de operação e até mesmo sobre o funcionamento da estruturação de fundos de investimento que tenham como objeto a negociação de valores mobiliários lastreados em tais ativos.

¹⁹ Conforme informação contida na cláusula 9.1 do Regulamento do FIDC da CPTM. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Prospecto do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Processo CVM nº. 2006-7551 – FIDC NP CPTM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0003/5357-0.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2016.

²⁰ Conforme notícia publicada no Portal do Governo do Estado de São Paulo em 13 de março de 2007. Disponível em: <<http://www.saopaulo.sp.gov.br/spnoticias/lenoticia.php?id=82821>>. Acesso em: 20 jun. 2016.

²¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processos Administrativos CVM nº RJ2006/6905 e RJ2007/0547. Rel. Marcelo Fernandez Trindade. julgado em 10 de julho de 2007, Rio de Janeiro, RJ, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0003/5436-0.pdf>>. Acesso em 20 jun. 2016.

²² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2004/6913. Rel. Marcelo Fernandez Trindade. julgado em 04 de outubro de 2005, Rio de Janeiro, RJ, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0002/4682-0.pdf>>. Acesso em 20 jun. 2016.

No desenvolvimento do presente trabalho de monografia, apresentaremos uma breve evolução histórica da securitização, sobretudo no mercado brasileiro, a fim de apresentar os principais conceitos e a estrutura de funcionamento desse tipo de operação para contextualizar o surgimento dos FIDC. Em um segundo momento, a partir dessa contextualização, apresentaremos a base legal e normativa que regulamenta os FIDC, a sua estrutura de funcionamento e principais características, principalmente no que se refere e tiver relevância para tratarmos dos direitos creditórios não performados.

Para fins de delimitação de escopo do presente trabalho, importante destacar que serão abordados alguns temas que, de certa forma, serão relevantes para contextualização do tema e compreensão da estrutura da operação para construirmos uma base conceitual que nos permita avaliar os riscos e mecanismos de reforço de crédito e gatilhos de segurança na securitização de créditos a performar nos FIDCs. Sendo assim, não se pretende com este trabalho esgotar e ou mencionar todos os aspectos envolvidos em relação aos assuntos relacionados ao tema. Além disso, por tratar-se de um trabalho de conclusão de curso na área de Direito do Mercado Financeiro e de Capitais, o presente trabalho será desenvolvido por meio de uma abordagem eminentemente jurídica do tema, de forma que eventuais considerações quanto à viabilidade financeira da securitização de direitos creditórios não performados enquanto modalidade de investimento, serão afastadas.

Isto posto, para a composição dos conceitos e definições inerentes à securitização de direitos creditórios não performados, partiremos do conceito de *security* pesquisados em artigos e julgados norte-americanos e nacionais, e analisaremos também seus subconceitos e desdobramentos no mercado local. Abordaremos em seguida a estrutura operacional de um FIDC e algumas das suas características para que possamos, ao final, discutir acerca dos riscos na securitização de direitos creditórios não performados e sobre as ferramentas de reforço de crédito utilizadas no mercado.

Por fim, reforçamos que a aplicabilidade do tema reside no fato de que o debate que se pretende gerar a partir do desenvolvimento deste trabalho de monografia tem potencial para influenciar a estruturação de fundos de investimento que tenham por objeto a negociação de valores mobiliários lastreados em direitos creditórios não performados, seja pela conclusão de que tais ativos se encontram suficientemente regulamentados pela legislação vigente, seja pelo

apontamento de eventuais lacunas que resultem, por derradeiro, na exposição à riscos, instabilidades e insegurança jurídica, demandando providências normativas.

2 DA SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS

A securitização dos direitos creditórios que integrarão a carteira dos FIDCs constitui uma etapa importante da operação. Sendo assim, para que possamos explorar a estrutura de constituição e funcionamento dos fundos de investimentos em direitos creditórios e tratar da securitização de direitos creditórios a performar, será necessário apresentarmos alguns conceitos e definições básicos sobre a securitização. Sendo assim, nesse capítulo iremos apresentar, em linhas gerais, em que consiste a securitização, para que serve, como funciona e como essas estruturas mais sofisticadas e complexas chegaram e se desenvolveram no Brasil.

2.1 Conceito e Funcionamento

Nas palavras de Uinie Caminha, o termo “securitização é um neologismo da palavra *security*, cuja tradução mais aproximada para o nosso idioma seria valor mobiliário”.²³ No artigo intitulado “*Securitization: A New Era in American Finance*”, contido no livro “*A primer on Securitization*”, Kendall afirma que a securitização pode ser definida como o processo de se agrupar empréstimos e outros instrumentos de dívida e convertê-los em valores mobiliários, reforçando o seu *rating* ou posição de crédito para que sejam futuramente disponibilizados a investidores. O processo converte empréstimos ou instrumentos de dívida ilíquidos, que não poderiam ser vendidos rapidamente aos investidores, em valores mobiliários líquidos e negociáveis no mercado de capitais.²⁴

Portanto, embora o uso da expressão tenha sido criticado pela vernaculização inapropriada,²⁵ depreende-se que o termo securitização decorre de uma apropriação do termo *security*, enquanto processo de transformação de um ativo em *security*, com todas as implicações

²³ CAMINHA, Uinie. **Securitização**. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. p.36.

²⁴ Conforme: KENDALL, Leon T. *Securitization: A New Era in American Finance*. p.1-2. In: FISHMAN, Michael J.; KENDALL, Leon T. **A Primer on Securitization**. Cambridge: The MIT Press, 1996. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=wj3ktnd9RIc&pg=PA1&lpg=PA1&dq=Securitization:+a+new+era+in+american+finance&source=bl&ots=F1EdfwCOo5&sig=JwisOmV-aVprC8ATfmyum2uhtW8&hl=pt-PT&sa=X&ei=TD0PVbW6KZffsASl6YKYBg&ved=0CCcQ6AEwAA#v=onepage&q=Securitization%3A%20a%20new%20era%20in%20american%20finance&f=false>>. Acesso em 20 jun. 2016. Uma tradução livre do trecho: “securitization can be defined as a process of packing individual loans and other debt instruments, converting the package into a *security* or securities, and enhancing their credit status or *rating* to further their sale to third-party investors. The process converts illiquid individual loans or debt instruments in which cannot be sold readily to third-party investors into liquid, marketable securities.”

²⁵ Conforme: NORONHA, Ilene Patrícia. **Securitização de Recebíveis Mercantis**. São Paulo: Quartir Latin, 2010. p.31-32.

decorrentes disso. Trazendo este conceito para a realidade brasileira, podemos afirmar que o conceito de *security* equivale à concepção de valor mobiliário, que de acordo com a definição de Barros, se classifica como:

- (i) todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária; (ii) realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos; (iii) de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento; (iv) em que ele, o investidor, não tem ingerência direta; e (v) mas do qual se espera ter algum ganho ou benefício futuro.²⁶

Entretanto, no Brasil o termo passou a ser utilizado pelo judiciário brasileiro em contextos e acepções distintas. De acordo com a pesquisa realizada por Roque²⁷, o termo securitização foi utilizado em referência ao Direito Securitário, em alusão aos contratos de seguros e como sinônimo para “alongamento de dívida” nos endividamentos envolvendo produtores rurais e instituições financeiras federais no âmbito de operações de Crédito Rural contraídas no âmbito da Lei nº 9.138, de 29 de novembro do ano de 1995. Porém, o sentido que nos interessa na condução do presente trabalho, está alinhado à definição apresentada por Leite. Para ele, não existe um negócio jurídico tipificado, denominado “securitização”, e tampouco a legislação estabelece uma forma para a sua operacionalização, pois se trata na verdade da “formação de um negócio por diversos atos sucessivos e constantes, com o escopo único de viabilizar juridicamente a operação de cessão de direitos de crédito”.²⁸

Uma vez apresentada a definição de securitização que será adotada, cumpre-nos contextualizar o processo de estruturação de uma operação dessa natureza, que se inicia, naturalmente, pelo interesse da empresa originadora pela operação em detrimento da emissão de um instrumento de dívida convencional. De acordo com Lima Neto²⁹, a primeira etapa efetiva do processo de estruturação consiste em identificar os ativos que serão destacados do balanço da originadora para compor a carteira de recebíveis (o lastro é a base da estrutura do programa de securitização), ou seja, fluxos de caixa representativos de direitos creditórios a serem recebidos

²⁶ BARROS, Luiz Gastão. O Conceito de *Security* no Direito Norte Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro – Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v.14, p.41-60, apud LEITE, Cristiano da Cruz. O Papel do Advogado na Estruturação de Fundos de Recebíveis. p.53. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

²⁷ Conforme: ROQUE, Pamela Gabrielle Romeu Gomes. **Securitização de Créditos Vencidos e Pendentes de Pagamento e Risco Judicial**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2014. p.17-20.

²⁸ LEITE, Cristiano da Cruz. O Papel do Advogado na Estruturação de Fundos de Recebíveis. p.53. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

²⁹ Conforme: MATTES, Mauro; LIMA NETO, Lucas. Securitização de Ativos: Histórico e Estatísticas. p.15. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

em datas futuras. Salienta o autor que essa etapa normalmente requer os serviços profissionais de assessoria jurídica na condução de análise de toda a documentação que suporta a existência do crédito, bem como da titularidade do do crédito e a adequada formalização da carteira por meio de uma verificação detalhada - *due dilligence*. Esse procedimento será abordado adiante quando tratarmos da avaliação do risco de crédito da operação pela agência de classificação de risco, que atribuirá um *rating* dos direitos creditórios.

Os direitos creditórios serão transferidos para uma entidade criada para emitir os valores mobiliários e disponibilizá-los aos investidores, aqui chamada de entidade emissora. A transferência dos direitos creditórios para a entidade emissora mencionada por Lima Neto³⁰ consiste na segunda etapa do processo. Segundo este autor, nos Estados Unidos a empresa originadora cria uma *special purpose vehicle*, aqui chamada de Sociedade de Propósito Específico (SPE), normalmente sob a forma de uma subsidiária integral da originadora, para funcionar como entidade emissora.

No Brasil o desenvolvimento da securitização se deu a partir da criação dos fundos de investimento em direitos creditórios, estruturas cujo funcionamento será organizado conforme o “estabelecido em um regulamento, constituído especialmente para determinar quais tipos de ativos serão adquiridos, como serão comprados e a quê preço, além de normatizar o funcionamento da estrutura e o dos seus participantes”³¹, como veremos a seguir.

O passo seguinte consiste na preparação da documentação necessária para protocolar a oferta na CVM, e preparação do material de vendas e a montagem do *road-show*, que são todas as rodadas realizadas pelo estruturador e representantes da empresa originadora a fim de apresentar a estrutura da operação aos investidores.

Sobre o processo de securitização, Pires salienta que:

Pelo processo de securitização, a sociedade que possui um ativo a ser securitizado – sociedade originadora dos recebíveis – e que necessita antecipar a receita futura proveniente deste ativo – cede-os a uma sociedade de propósito específico ou fundo criado exclusivamente para esta finalidade, sem que tal sociedade tenha em princípio qualquer passivo que não o valor devido à originadora. Nesse caso, essa sociedade de propósito específico emitirá títulos/valores mobiliários, os quais serão garantidos por ativos segregados do patrimônio da empresa originadora, e que serão vendidos para investidores no âmbito do mercado de capitais. Com o recurso desses investidores, despendidos para a aquisição de tais valores mobiliários, a sociedade de propósito específico, o fundo ou *trust* pagará à originadora, como contraprestação da cessão de créditos, sendo o valor recebido por esta deduzido de um desconto em relação ao valor

³⁰ Ibidem, p.15.

³¹ Ibidem, p.15-16.

total dos recebíveis objeto da securitização, uma vez que esses recebíveis têm vencimento futuro.³²

Iremos subdividir a descrição de Pires sobre o processo de securitização e abordá-los separadamente, são eles: (i) iniciativa da empresa originadora de estruturar a operação e a seleção dos recebíveis que serão cedidos à entidade emissora; (ii) cessão dos recebíveis à entidade emissora; (iii) as razões da criação da entidade emissora; (iv) a aquisição dos direitos creditórios pela entidade emissora; e (v) o deságio. Além disso, serão apresentados alguns conceitos relevantes no processo de securitização que se aplicam aos FIDCs não performados.

Sobre a cessão dos recebíveis para a entidade emissora, cumpre-nos esclarecer que Pires³³ se refere à entidade emissora como a “sociedade de propósito específico ou fundo”, que irá adquirir os recebíveis destacados do balanço da originadora. Para ela, “A sociedade de propósito específico (SPE)³⁴ poderá ser constituída na forma de uma sociedade ou de um fundo, mas, em todos os casos, com o único propósito de adquirir os recebíveis da sociedade originadora e emitir títulos lastreados nos referidos recebíveis”.

Nesse momento é importante destacarmos que, em que pese existirem outros veículos por meio dos quais os recebíveis podem ser cedidos para posterior emissão de ativos/valores mobiliários, no presente trabalho iremos tratar sobre a estrutura via fundo de investimento. Nos Estados Unidos existe também a figura do *trust*, mas ele não é reconhecido no nosso ordenamento jurídico.³⁵

³² PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insuper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.26.

³³ Ibidem, p.32.

³⁴ Mais detalhes sobre as Sociedades de Propósito Específico (SPE), do termo em inglês *Special purpose vehicles* (SPV) verificar: KLEE, Kenneth N. e BUTLER, Brendt C. **Asset-Backed Securitization, Special Purpose Vehicles and Other Securitization Issues**. Disponível em: <http://www.ktbslaw.com/media/publication/8_Asset-Backed%20Securitization.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2016; GORTON, Gary B.; SOULELES, Nicholas S. **Special Purpose Vehicles and Securitization**. University of Pennsylvania, Working Paper N° 05-21, set. 2005. Disponível em: <<https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:iqGa35IfJgIJ:https://philadelphiafed.org/research-and-data/publications/working-papers/2005/wp05-21.pdf+&cd=1&hl=pt-PT&ct=clnk&gl=br>> Acesso em: 20 jun. 2016; e SCHWARCZ, Stevens L. The Alchemy of Asset Securitization. **Stanford Journal of Law, Business & Finance**. v.1:133. p.133-154. Disponível em: <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1839&context=faculty_scholarship>. Acesso em 20 jun. 2016.

³⁵ Conforme: PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insuper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p. 34. “Nos países que adotam o sistema anglo-saxão, a figura comumente utilizada nas securitizações é o *trust* o qual perfaz pela transferência da propriedade dos bens por uma pessoa, denominada *settlor*, a outra, intitulada *trustee*, a fim de que esta última possa administrá-la, de acordo com as instruções recebidas de um terceiro, o qual atua como beneficiário do negócio. [...] É importante salientar que a figura do *trust* não é reconhecida no direito brasileiro”.

O próximo aspecto a ser mencionado sobre o processo de securitização descrito por Pires é a afirmação de que a SPE ou fundo de investimento é criado especificamente para esta finalidade, não possuindo qualquer passivo além do valor devido à empresa originadora pela aquisição dos direitos creditórios. Tal medida se justifica pelo fato de que a criação dessa estrutura é justamente o que confere à operação as vantagens de ordem econômica, jurídica, contábil e tributária comentadas por Fernandes, Sheng e Lora no artigo “A securitização, *rating* de crédito e valor de empresas emissoras”³⁶ e abordados por Almeida³⁷.

Pires salienta que as estruturas de securitização utilizadas no Brasil têm características bastante semelhantes na medida em que tanto a sociedade de propósito específico quanto os fundos de investimentos “proporcionam a possibilidade de financiamento *off balance*, oferecem mecanismos de reforço de crédito e apresentam neutralidade tributária”.³⁸

A característica de ser *off balance* significa que a operação não integra o balanço da empresa originadora dos recebíveis como dívida e, portanto, ela deixa de ser classificada como endividamento de acordo com as normas contábeis aplicáveis³⁹. Se por um lado essa condição pode contribuir para uma melhora nos níveis e indicadores de endividamento da originadora em seus demonstrativos financeiros e não sensibilizar o limite de crédito da originadora perante as instituições financeiras⁴⁰, por outro lado, pode acarretar na piora do *rating* ou posição de crédito

³⁶ Conforme: FERNANDES, Maurício P.; SHENG, Hsia H.; LORA, Mayara I. A Securitização, *Rating* de Crédito e Valor de Empresas Emissoras. In: **XXXV ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO**, set. 2011, Rio de Janeiro. p.2-3. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN91.pdf>> Acesso em: 20 jun. 2016.

³⁷ Conforme: ALMEIDA, Marcelo Pacheco. **A Securitização de Recebíveis como Alternativa ao Racionamento de Crédito**: uma análise do fundo de investimento em direitos creditórios. 2005. 98 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

³⁸ FERNANDES, Maurício P.; SHENG, Hsia H.; LORA, Mayara I. A Securitização, *Rating* de Crédito e Valor de Empresas Emissoras. In: **XXXV ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO**, set. 2011, Rio de Janeiro. p.2. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN91.pdf>> Acesso em: 20 jun. 2016.

³⁹ Sobre a característica de ser *off balance*, verificar: AYOTTE, Kenneth; GAON, Stav. **Asset-Backed Securities: Costs and Benefits of Bankruptcy Remoteness**. Texas Finance Festival, out. 2005. p.4-5. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=813847&rec=1&srcabs=561581>. Acesso em: 20 jun. 2016.

⁴⁰ Conforme: GAGGINI, Fernando Schwarz. **Securitização de Recebíveis**. 1. ed. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2003. p.21. “Um dos objetivos de uma operação de securitização de recebíveis é a permitir que uma empresa, que tenha créditos a receber, possa obter recursos financeiros de que necessita antecipadamente ao seu vencimento, sem que isso afete seu limite de crédito junto a credores ou prejudique os índices de endividamento de seu balanço.”

atribuído pelas agências de classificação de risco em relação à originadora uma vez que os recebíveis segregados para integrar a carteira do fundo também são retirados de seu balanço⁴¹.

Cowan⁴² ressalta ser comum nas operações envolvendo a securitização de recebíveis, que tais ativos tenham melhor *rating* de crédito do que a empresa originadora obteria caso optasse por outros instrumentos de dívida. Segundo ele, essa melhor classificação de risco de crédito significa que o valor mobiliário apresenta menor risco, resultando em menores taxas de juros para o originador.

Para Schwarcz⁴³, um dos mais importantes benefícios indiretos da securitização é se caracterizar como uma fonte de captação *off balance*, haja vista que a securitização é contabilmente considerada uma venda de ativos e não um financiamento, e, por conseguinte, o originador dos recebíveis securitizados não contabiliza a operação como um passivo no seu balanço. Por consequência, essa operação propicia captação de recursos, sem que haja o aumento do percentual entre o patrimônio e a dívida – *leverage or debt-to-equity ratio* – das demonstrações financeiras da originadora.

Essa condição de ser *off balance* decorre do fato de as operações de securitização serem consideradas uma venda definitiva de ativos, ou em uma tradução mais literal do termo em inglês *true sale*, uma verdadeira venda de ativos. Conforme Netto e Jabur⁴⁴, essa expressão define uma cessão de créditos final e definitiva, e em decorrência dessa venda de ativos em caráter definitivo, como implicação de ordem prática, os investidores adquirentes dos ativos securitizados ficam protegidos do risco de falência da originadora⁴⁵.

⁴¹ Conforme: COWAN, Cameron L. On behalf the American Securitization Forum. **Hearing on Protecting Homeowners: Preventing Abusive Lending While Preserving Access to Credit**, nov. 2003. Disponível em: <<https://financialservices.house.gov/media/pdf/110503cc.pdf>>. p.6. Acesso em: 20 jun. 2016.

⁴² Ibidem, p.6.

⁴³ Conforme: SCHWARCZ, Stevens L. The Alchemy of Asset Securitization. **Stanford Journal of Law, Business & Finance**. v.1:133. p.142-143. Disponível em: <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1839&context=faculty_scholarship>. Acesso em 20 jun. 2016. Uma tradução livre do trecho: “*One of the most important indirect benefits is that asset securitization provides a source of off balance sheet funding. Because a securitization is usually viewed, for accounting purposes, as a sale of assets and not as financing, the originator does not record the transaction as a liability on its balance sheet. Such off balance sheet funding thus raises capital without increasing the originator's leverage or debt-to-equity ratio on its financial statements.*”

⁴⁴ Conforme: NETTO, J.B.S; JABUR, R.P. Securitização, Cessão de Créditos e “*true sale*”. *Gazeta Mercantil* de 14/04/2004. apud MATTES, Mauro; LIMA NETO, Lucas. *Securitização de Ativos: Histórico e Estatísticas*. p.16. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

⁴⁵ Conforme: Sobre os efeitos do *true sale* enquanto mecanismo de proteção dos investidores em relação à falência da originadora, verificar: AYOTTE, Kenneth; GAON, Stav. **Asset-Backed Securities: Costs and Benefits of**

Diz-se que os ativos securitizados ficam protegidos do risco de falência da originadora justamente porque tais direitos creditórios são cedidos em caráter definitivo para o fundo, ou seja, deixam de fazer parte da universalidade de bens que compõe o patrimônio da empresa originadora e passam a integrar o patrimônio do fundo. Nesse sentido, Pires ressalta que “o *true sale* é o ponto crucial da securitização, uma vez que, ao se realizar a cessão dos recebíveis securitizados sem coobrigação da empresa originadora, os investidores terão direito legal sobre os recebíveis.”⁴⁶

Essa colocação é relevante na medida em que realça os efeitos do *true sale* no que concerne à transferência da propriedade dos ativos securitizados, afastando-os, portanto, do alcance da falência. Não obstante, ela introduz também um elemento importante de gerenciamento de risco em relação à carteira de recebíveis ao mencionar que podem existir mecanismos de coobrigação do originador, como a retrocessão de eventuais créditos inadimplidos – direito de regresso e outras ferramentas de colateralização que serão tratadas mais adiante.

Segundo Mattes e Lima Neto, nos Estados Unidos é o juiz da falência quem determina se a cessão configura ou não uma *true sale*. Na avaliação deste autor, tal decisão tem um relevante componente de subjetividade, diferentemente do que ocorre no Brasil, onde “embora exista a possibilidade de questionamentos quanto de uma cessão de crédito, a desconsideração somente ocorre em situações previstas em lei.”⁴⁷ Em relação ao conceito de *true sale* e seus efeitos no caso de falência do originador no âmbito do FIDC, Pires salienta que:

Tanto no FIDC, o qual representa uma espécie de securitização, quanto a securitização mediante a cessão dos ativos a uma sociedade de propósito específico, os investidores que adquirem as cotas do FIDC e/ou os títulos emitidos pela sociedade securitizadora – sociedade de propósito específico – ficam protegidos contra a falência da cedente/originadora dos direitos de crédito, na medida em que a cessão ao fundo e/ou à SPE, conforme o caso, geralmente é realizado sem direito de regresso, ou seja, é uma cessão *true sale*, salvo quando houver qualquer mecanismo de garantia, coobrigação da cedente, e/ou qualquer mecanismo de mitigação de risco de crédito dos direitos creditórios oferecidos pela cedente/originadora dos direitos de crédito, o que seria interpretado como uma venda definitiva. Por conseguinte, os investidores ficam sujeitos

Bankruptcy Remoteness. Texas Finance Festival, out. 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=813847&rec=1&srcabs=561581>. Acesso em: 20 jun. 2016

⁴⁶ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insuper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.29.

⁴⁷ MATTES, Mauro; LIMA NETO, Lucas. Securitização de Ativos: Histórico e Estatísticas. p.16. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

apenas ao risco do ativo consubstanciado nos recebíveis cedidos ao fundo ou à sociedade de propósito específico, conforme o caso.⁴⁸

Tal mecanismo de proteção em relação à falência da sociedade originadora dos créditos no processo de securitização é reconhecido no art. 136, §1º da Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, que disciplina a recuperação judicial, extrajudicial e a falência de sociedades empresárias. Em relação a isso, Pires conclui que:

Referido paragrafo determina que a cessão dos direitos de crédito objeto de uma securitização não será considerada ineficaz, caso a ação revocatória visando revogar os atos praticados com a intenção de prejudicar credores da empresa falida seja considerada procedente.⁴⁹

O próximo aspecto a ser ressaltado em relação à descrição do processo de securitização apresentado por Pires diz respeito à aquisição dos recebíveis pela SPE ou fundo de investimento criado com esta finalidade. Veremos de forma mais detalhada quando formos tratar dos FIDCs, mas em linhas gerais, os investidores aportam recursos no fundo por meio da aquisição de cotas representativas do patrimônio do fundo, composto pelos recebíveis adquiridos da empresa originadora a título oneroso, por meio de instrumento contratual de cessão.⁵⁰

É justamente nesse pagamento do fundo para a empresa originadora, como contraprestação pela cessão de créditos, que caracteriza a antecipação do fluxo de recebíveis através do qual a originadora se capitaliza. E, nesse sentido, cumpre-nos, por fim, explorar o último aspecto do processo de securitização mencionado por Pires, pois nessa antecipação do fluxo de recebíveis é mencionado que do valor recebido pela empresa originadora é deduzido um desconto em relação ao valor de face do título, uma vez que esses recebíveis têm vencimento futuro.

O desconto supramencionado consiste na diferença entre o valor de face do recebível, ou seja, do valor que a empresa originadora teria direito a receber no vencimento do título, e o valor que ela recebe do fundo como contraprestação pela cessão desse recebível. Não se trata

⁴⁸ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p. 28.

⁴⁹ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.28. Nesse sentido, os parâmetros de mercado devem ser observados em relação à aplicação do artigo 136 em contraste ao art. 130, que trata da revogação de atos praticados com a intenção de prejudicar credores, comprovado o conluio fraudulento e também quanto à anulabilidade de negócios jurídicos celebrados por devedor insolvente em fraude à execução, nos termos do art. 159 do Código Civil.

⁵⁰ Conforme: LEITE, Cristiano da Cruz. O Papel do Advogado na Estruturação de Fundos de Recebíveis. p.53. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

somente de um desconto para trazer o valor da dívida a valor presente, mas sim a remuneração que os investidores farão jus quando o devedor do recebível realizar o pagamento dos recebíveis. Essa diferença é chamada por Gaggini⁵¹ de deságio e, segundo ele, trata-se de condição essencial para a operacionalização da securitização.

Schwarcz⁵² afirma que a securitização apenas substitui o tipo de ativo (recebíveis) por outro (dinheiro), de modo que um credor sem garantias tem a mesma quantidade de ativos não onerados para cobrar após a securitização como detinha antes dela. No entanto, ainda que sob o ponto de vista contábil possa parecer uma mera classificação do tipo de ativo, o deságio afeta a relação de equilíbrio entre a quantidade de ativos antes e após a securitização.

2.2 Histórico da Securitização de Ativos

No artigo intitulado “Origens da securitização de ativos”, Lima Netto afirma que:

A história da securitização de ativos tem suas origens ligadas ao processo de surgimento e desenvolvimento do mercado de capitais, sendo possível identificar alguns exemplos de estruturas de securitização em um passado distante. Por exemplo, Meir Kohn⁵³, em seu artigo “The Capital Market before 1600” cita as *compera securitas* italianas do século XII, como um dos exemplos dos primórdios da securitização de ativos. As comunas italianas, sendo Gênova a pioneira nesse tipo de operação, quando precisavam levantar recursos para financiar uma guerra ou a construção de uma frota de navios, formavam um sindicato (*compera*) de investidores, os quais em troca de seus investimentos recebiam ações (*luoghe*). Em troca desses recursos as comunas repassavam à *compera* direitos creditórios relativos à arrecadação tributária, normalmente de um tributo criado especificamente para este fim.⁵⁴

Interessante observar que, embora seja uma operação muito mais simples do que o processo de securitização que temos atualmente, nos primeiros registros históricos acerca do surgimento da securitização, o ativo que serviu de lastro para a operação foi um direito creditório

⁵¹ Conforme: GAGGINI, Fernando Schwarz. **Securitização de Recebíveis**. 1. ed. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2003. p.30.

⁵² SCHWARCZ, Stevens L. The Alchemy of Asset Securitization. **Stanford Journal of Law, Business & Finance**. v.1:133. p.146. Disponível em: <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1839&context=faculty_scholarship>. Acesso em 20 jun. 2016. Uma tradução livre do trecho: “[...] securitization merely replaces one type of asset, receivables, with another type, cash. The unsecured creditor has the same amount of unencumbered assets to levy against after the securitization as it did before the securitization.”

⁵³ KOHN, Meir. **The Capital Markets before 1600**. Dartmouth College, Department of Economics. Working Paper 99-06, fev. 1999. Disponível em: <www.dartmouth.edu/~mkohn/Papers/99-06.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2016.

⁵⁴ MATTES, Mauro; LIMA NETO, Lucas. Securitização de Ativos: Histórico e Estatísticas. p.11. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

não performedo oriundo de um crédito futuro, haja vista que o direito creditório das *comunas* de receber a receita da arrecadação de um tributo que sequer existia, que seria cobrado por ocasião de uma guerra que sequer estava em curso.

Pires salienta que “a era moderna da securitização surgiu nos anos 70 do século XX, nos Estados Unidos, no mercado imobiliário, em razão da pouca oferta de capitais, como alternativa ao financiamento no setor”.⁵⁵ Segundo ela, nessa época o mercado norte-americano era gerido por agências governamentais autorizadas pelo governo dos Estados Unidos, com o objetivo de aumentar a oferta de títulos de renda fixa lastreados em hipotecas residenciais para fomentar o financiamento imobiliário. Nas palavras de Mantovani e Santos,

[...] os ativos de securitização encontram-se divididos em dois grupos: *Asset-Backed Securities* (ABS) e *Mortgage Backed Securities* (MBS)”. [...] Os ABS contemplam os mais variados tipos de ativos colateral (recebíveis de cartões de crédito, de financiamento, entre outros), já os MBS são um tipo específico de ABS, lastreados em recebíveis imobiliários (hipotecas). No Brasil, estruturas mais comuns de securitização do tipo ABS apresenta os FIDC como emissores dos securities. [...] Coexistem no segmento ABS brasileiro as sociedades de propósito específico, como ambiente de emissão de debentures e títulos de crédito. Entretanto as vantagens tributárias apresentadas pelos FIDCs fazem com que as SPEs sejam, atualmente, relegadas ao segundo plano.⁵⁶

A proliferação da emissão de valores mobiliários nesse formato e com essas características representa o uso decrescente do sistema bancário como fonte de financiamento na forma de dívida. Essa mudança é conhecida como “desintermediação financeira” e ocorreu principalmente por motivos econômicos nos Estados Unidos, fazendo com que o mercado de capitais se tornasse mais barato e eficiente que o sistema bancário.⁵⁷

Em material elaborado pela Uqbar⁵⁸, o contexto histórico que marca o início da desintermediação financeira se inicia na década de 1970 a partir da transferência de riqueza dos países consumidores de petróleo para os países da Organização de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), sendo que uma parte considerável dessa riqueza foi depositada no sistema bancário norte-Americano e Europeu. Foi nessa época que o endividamento bancário dos países em desenvolvimento como o Brasil cresceu de forma significativa. No caso brasileiro, nessa época importávamos grande parte do nosso consumo interno de petróleo e estávamos bastante

⁵⁵ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.22.

⁵⁶ MANTOVANI, Pablo; SANTOS, Décio B. *Overview da Securitização*. p.103-104 In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

⁵⁷ **Curso de Securitização de Ativos**, Uqbar. p.1-4.

⁵⁸ **Curso de Securitização de Ativos**, Uqbar. p.1-4.

expostos aos riscos da variação dos preços dessa *commodity*, o que de fato acabou se concretizando com os chamados choques do petróleo, em que o preço da *commodity* disparou fazendo com que a dívida externa brasileira se elevasse rapidamente.

Os principais bancos globais foram autorizados a aumentar sua exposição ao risco soberano de países em desenvolvimento, porém, as dificuldades financeiras enfrentadas pelos países em desenvolvimento fez com que fosse preciso reescalonar suas dívidas repetidamente ao longo de um período prolongado. As principais conseqüências desse processo para os bancos credores, ainda segundo o artigo da Uqbar⁵⁹ foram os seguintes:

1. A qualidade de suas carteiras de crédito deteriorou-se afetando negativamente suas classificações de risco. Para compensar este aumento de risco, os credores desses bancos demandaram uma remuneração maior; ou seja, aumentou o custo de levantamento de fundos.
2. Os bancos diminuíram fortemente suas atividades nos países em desenvolvimento e voltaram-se para clientes corporativos tradicionais nos seus mercados domésticos. A competição por esses clientes tradicionais, que já era grande, aumentou, forçando para baixo as taxas cobradas. Os bancos ficaram pressionados: de um lado pelo custo elevado de levantamento de fundos e do outro pela remuneração baixa dos seus empréstimos.
3. Preocupados com a saúde do sistema financeiro, os órgãos reguladores das principais economias do mundo iniciaram um processo para exigir das instituições financeiras um maior nível de capitalização. Esse processo, que continua sendo refinado até hoje, é conhecido como o acordo de Basileia e define níveis de capitalização de acordo com o risco da carteira de crédito de cada instituição financeira. Em geral, são duas as maneiras de os bancos se enquadrarem: aumentar seu capital ou reduzir o risco de sua carteira de crédito.

Nesse sentido, “com crédito bancário mais escasso e mais caro, a alternativa para os tomadores de recursos era emitir valores mobiliários no mercado de capitais”.

Tendo esse contexto histórico como pano de fundo, Mauro Mattes e Lucas de Lima Neto⁶⁰, sustentam que as duas primeiras operações de securitização de ativos, que inauguraram a era das *asset-backed securities* foram realizados por uma empresa de *leasing* de computadores em 1985⁶¹, e a outra, para o financiamento de automóveis (*certificates of automobile*

⁵⁹ **Curso de Securitização de Ativos**, Uqbar. p.1-4.

⁶⁰ MATTES, Mauro; LIMA NETO, Lucas. Securitização de Ativos: Histórico e Estatísticas. p.13. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

⁶¹ Conforme exposto por Cowan, A primeira operação de securitização, datada de 1985 quando a Sperry Lease Finance Corporation criou valores mobiliários lastreados nos *leasings* de seus computadores. Leasing, similar a empréstimos, envolve um fluxo de caixa previsível. No caso do Sperry, o fluxo de caixa se origina de pagamentos realizados pelo arrendatário. Sperry vendeu os seus direitos de receber os pagamentos do *leasing* a uma sociedade de propósito específico (SPE). O interesse da SPE, por sua vez, era vender os valores mobiliários por ela emitidos através de um *underwriter*”. Tradução livre do estudo “*The first asset-backed securities (ABS) date to 1985 when the Sperry Lease Finance Corporation created securities backed by its computer equipment leases. Leases, similar to loans, involve predictable cash flows. In the case of Sperry, the cash flow comes from*

receivables). De acordo com Pires, as primeiras operações de securitização envolvendo empresas brasileiras ocorreram no início da década de 90 e foram realizadas no mercado internacional:

Diferentemente do que ocorreu em outros países, o principal objetivo foi a busca de financiamento externo de longo prazo em um período em que o governo brasileiro renegociava a sua dívida externa com os bancos credores. Estas operações também se diferenciavam pelo tipo de *ativos securitizados*. Eram operações que tinham como lastro o fluxo futuro de créditos ainda inexistentes no balanço das empresas originadoras (estas operações são geralmente chamadas de *Securitizações de Fluxo Futuro*).⁶²

Esta posição também é sustentada por Unie Caminha, que aponta diferenças significantes em relação ao desenvolvimento da securitização no Brasil e nos Estados Unidos, conforme pondera a seguir:

Diferentemente do que ocorreu nos Estados Unidos, a securitização foi introduzida entre nós por agentes privados e o foco foi diferente: o financiamento de projetos como escolas particulares e centros comerciais foi a principal utilização inicial da operação. As emissões de títulos estavam lastreadas em créditos futuros e não em dívidas já existentes.⁶³

No mercado local, Pires⁶⁴ destaca a operação pioneira da Mesbla que, através da *Mesbla Trust*, sociedade de propósito específico constituída para esta finalidade, securitizou seu fluxo de caixa de recebíveis de cartão de crédito. Uma curiosidade em relação a esta operação, conforme destacado no material da Uqbar⁶⁵, é que “além do pioneirismo, esta operação é também importante pelo ocorrido após a emissão dos títulos: a falência da originadora dos créditos”. Porém, o desfecho dessa operação teve um resultado bastante positivo para os investidores uma vez que “a segregação dos ativos da entidade emissora em relação aos da originadora foi legalmente validada e os investidores receberam o retorno de seus investimentos de acordo com o programado”.

Contudo, cumpre-nos salientar que as operações de securitização de ativos somente começaram a ganhar vulto uma década mais tarde, com a publicação da Resolução nº 2.907 do Conselho Monetário Nacional, que autorizou a constituição e funcionamento de fundos de

*payments made by the lessee. Sperry sold its right to the lease payments to a special purpose vehicle (SPV). Interest in the SPV were, in turn, sold to investors through an underwriter.” In: COWAN, Cameron L. On behalf the American Securitization Forum. **Hearing on Protecting Homeowners: Preventing Abusive Lending While Preserving Access to Credit**, nov. 2003. Disponível em: <<https://financialservices.house.gov/media/pdf/110503cc.pdf>>. p.6. Acesso em: 20 jun. 2016.*

⁶² **Curso de Securitização de Ativos**, Uqbar. p.1-4.

⁶³ CAMINHA, Unie. **Securitização**. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. p.40.

⁶⁴ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.22.

⁶⁵ **Curso de Securitização de Ativos**, Uqbar. p.1-4.

investimento em direitos creditórios e com a edição da Instrução CVM nº 356.⁶⁶ Segundo Ferreira, antes disso os veículos comumente utilizados na estruturação jurídicas destas operações eram somente as SPE.

Exemplo de operação de securitização de direitos creditórios, formalizada por meio da constituição de uma SPE, foi a oferta pública de debêntures simples da 1ª (primeira) série da 2ª (segunda) emissão da companhia Chemical Trust S.A. (“Chemical Trust”), coordenada e estruturada, no ano de 2001, pelo Banco Bozano, Simonsen S.A., cujo controle acionário foi, neste mesmo ano, adquirido pelo Banco Santander. Tal oferta foi efetuada em conformidade com o disposto na então vigente Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, cuja revogação se deu em face do advento do novo marco regulatório atinente às ofertas públicas, nos mercados primário e secundário, de distribuição de valores mobiliários, consubstanciada na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada (a “Instrução CVM nº 400”).⁶⁷

A autora salienta que, conforme constou no prospecto de distribuição pública da oferta de debêntures da Chemical Trust, constituída sob a forma de sociedade por ações, o objeto da SPE era exclusivamente a aquisição de direitos creditórios (duplicatas) detidos por sociedades integrantes da divisão petroquímica do grupo Odebrecht⁶⁸.

A partir de então, a quantidade de operações de securitização envolvendo fundos de investimento em direitos creditórios vem crescendo ano a ano desde a sua criação.⁶⁹ Sendo assim, nos próximos capítulos passaremos a tratar da evolução normativa que culminou com os dispositivos que regulam a constituição e funcionamento dos FIDCs.

⁶⁶ FERREIRA, Catarina Iazzetti. O papel desempenhado pela CVM na Evolução dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Brasil. p.33. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

⁶⁷ FERREIRA, Catarina Iazzetti. O papel desempenhado pela CVM na Evolução dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Brasil. p.33. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

⁶⁸ Conforme: FERREIRA, Catarina Iazzetti. O papel desempenhado pela CVM na Evolução dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Brasil. p.33. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

⁶⁹ Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.42-43.

3 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

3.1 Evolução dos Fundos de Investimento

Segundo Pires, os fundos de investimento eram constituídos na forma de sociedade de investimentos ou como sociedade em conta de participação.⁷⁰ As sociedades e fundos de investimentos eram regulados pelos artigos 49 e 50 da Lei nº 4.728/1965, que disciplinava o funcionamento do mercado de capitais no Brasil. Na época, tais sociedades eram caracterizadas como sociedades anônimas, com ações nominativas ou endossáveis,⁷¹ e tinham por objeto a aplicação de capital em carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários ou a administração de fundos em condomínio ou de terceiros em tais aplicações.⁷² A competência para autorizar o funcionamento e fiscalizar as sociedades de investimento e os fundos por elas administrados pertencia ao Banco Central, de acordo com as normas e diretrizes fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.⁷³

Devido às dificuldades administrativa na adequação dos fundos a essas modalidades organizacionais, tais como a obrigatoriedade da integralização de capital e a alta carga tributária, os fundos passaram a ser constituídos sob a forma de condomínio. Essa mudança foi influenciada também pela publicação da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 103, de 10 de dezembro de 1968, que vedou a constituição, administração e gerência de fundos mútuos de financiamento ou fundos de *acceptance* pelas sociedades de crédito e às sociedades em conta de participação.⁷⁴

Porém, Pires⁷⁵ salienta que os fundos de investimento ganharam força no Brasil somente após a implantação do Plano Real em 1994. Para Freitas⁷⁶, além do controle da inflação

⁷⁰ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.43.

⁷¹ Art. 49, §2º da Lei nº 4.728/1965. “§2º: As sociedades de investimento terão sempre a forma anônima, e suas ações serão nominativas, ou endossáveis”.

⁷² Art. 49, incisos I e II da Lei nº 4.728/1965. “Art. 49. Depende de prévia autorização do Banco Central o funcionamento das sociedades de investimento que tenham por objeto:

I - a aplicação de capital em Carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários ou;

II - a administração de fundos em condomínio ou de terceiros, para aplicação nos termos do inciso anterior”.

⁷³ Art. 49, *caput* e 3º da Lei nº 4.728/1965. §3º: “Compete ao Banco Central, de acôrdo com as normas fixadas pelo Conselho Monetário Nacional, fiscalizar as sociedades de investimento e os fundos por elas administrados”.

⁷⁴ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.43.

⁷⁵ *Ibidem*. p.43.

propiciado pelo Plano Real, destaca-se também, como fator determinante para o sucesso dos fundos de investimento, a criação dos fundos de *commodities* e a permissão⁷⁷ aos investidores estrangeiros para adquirirem cotas desse fundo nos termos da Resolução do CMN nº 1.289/1987.⁷⁸

3.2 Competência da CVM

Com a Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que disciplina o mercado de valores mobiliários e criar a Comissão de Valores Mobiliários⁷⁹, tivemos um novo marco regulatório. A partir dela, foram atribuídos poderes para legislar sobre a matéria ao Conselho Monetário Nacional, ao Banco Central e à Comissão de Valores Mobiliários.

Pires afirma que a fiscalização das sociedades de investimento e dos fundos por elas administrados, que até então pertenciam exclusivamente ao Banco Central, passou a ser de competência conjunta do CMN, do BACEN e da CVM, “sendo a constituição da carteira do fundo de investimento o ponto determinante para a atribuição da competência a um órgão específico”.⁸⁰

A Lei 6.385/1976 traz em seu artigo 2º uma relação dos ativos que são considerados valores mobiliários e que, portanto, estão sujeitos à competência exclusiva da CVM. A partir de 31 de outubro de 2001, por força da Lei nº 10.303⁸¹, o artigo 2º foi alterado e passou a contemplar as cotas de fundos de investimento ou de clubes de investimento em quaisquer ativos como valores mobiliários e com a publicação da Deliberação CVM nº 461, de 22 de julho de 2003, de modo que os fundos de investimento financeiros, os fundos de aplicação em cotas de

⁷⁶ FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza jurídica dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p.83.

⁷⁷ Essa permissão foi concedida através do Comunicado conjunto do Banco Central do Brasil e da CVM nº 43, de 11 de março de 1992.

⁷⁸ Revogada pela Resolução CMN nº 4.373/2014.

⁷⁹ Nos termos do art. 5º da Lei nº 6.385/1976, trata-se de órgão vinculado ao Ministério da Fazenda criado para exercer função administrativa, de caráter regulamentar e disciplinar, acerca dos valores mobiliários transacionados no Brasil, conforme FERREIRA, Catarina Iazzetti. O papel desempenhado pela CVM na Evolução dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Brasil. p.31. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

⁸⁰ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.44.

⁸¹ Art. 2º da Lei 6.386/1976:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...]

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos.

fundos de investimento e os fundos de investimento no exterior, passassem à égide regulamentar da CVM.⁸²

Na obra de Ferreira, a autora discorre sobre as competências da CVM no âmbito do mercado de capitais quanto ao exercício das seguintes funções: (i) regulamentar⁸³; (ii) registraria;⁸⁴ (iii) fiscalizadora;⁸⁵ (iv) consultiva;⁸⁶ (v) disciplinadora;⁸⁷ e (vi) fomentadora.⁸⁸

No tocante à competência regulamentar, ela afirma que:

Tal atribuição é exercida pela CVM por meio da expedição dos atos elencados na Deliberação CVM nº 01, de 23 de fevereiro de 1978, (...) e, nos termos do inciso III do art. 3º da Lei nº 6.385/1976, compete ao CMN nortear a CVM no exercício de suas atribuições, fixando a orientação geral e as diretrizes a serem obedecidas por esta autarquia.⁸⁹

Feita esta introdução, cumpre-nos salientar que essa constitui a base legal que está por trás da regulamentação dos FIDCs a partir da publicação da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.907, de 29 de novembro de 2001, que autorizou a constituição e funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios, com a edição da Instrução CVM nº 356 que regula a constituição e funcionamento dos FIDCs e da Instrução CVM nº 444, que dispõe sobre os fundos de investimentos em direitos creditórios não-padronizados.

Além desses normativos, antes de adentrarmos nos FIDCS, mencionaremos também outros normativos aplicáveis à matéria como a Instrução CVM nº 555,⁹⁰ que regula a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento registrado junto à CVM, inclusive os FIDCs, observadas as disposições contidas nas normas específicas aplicáveis a cada fundo⁹¹ e a Instrução CVM nº 489, que trata das normas contábeis a serem observadas pelos fundos.

⁸² PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.45.

⁸³ Inciso I do art. 8º da Lei nº 6.385/1976.

⁸⁴ Inciso II do art. 8º da Lei nº 6.385/1976.

⁸⁵ Inciso III do art. 8º e alínea “c”, do inciso I do art. 9º, ambos da Lei nº 6.385/1976.

⁸⁶ Art.13 da Lei nº 6.385/1976, *caput* e §1º.

⁸⁷ Incisos II e V do art.9º da Lei nº 6.385/1976.

⁸⁸ Incisos I e II do art. 4º da Lei nº 6.385/1976.

⁸⁹ FERREIRA, Catarina Iazzetti. O papel desempenhado pela CVM na Evolução dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Brasil. p.34. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

⁹⁰ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.45.

⁹¹ Ver art. 1º da Instrução CVM nº 555/2014.

Conforme Pires:

no ano de 2004, a CVM editou a Instrução CVM nº 409 para regular a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento, cujas regras e adaptações deveriam ser implementadas de acordo com os prazos e condições nela estabelecidas. Com a edição da Instrução CVM nº 555, que revogou e substituiu a instrução CVM 409 a partir de 1º de julho de 2015, ficou estabelecido que a aludida instrução aplicar-se-ia a todos os fundo de investimento registrado junto à CVM, inclusive os fundos de investimentos em direitos creditórios, observadas as disposições contidas nas normas específicas aplicáveis a cada fundo.

3.3 Dos Fundos de Investimento

Pires destaca que “o art. 3º da Instrução CVM nº 555/2014 define o fundo de investimento como uma comunhão de recursos, constituído na forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.”⁹² Para tanto, os investidores interessados em aplicar seus recursos na expectativa de obter a rentabilidade dessa modalidade de investimento, aportam recursos no fundo, o qual, em contrapartida, emite as cotas representativas dos direitos dos investidores, tendo em vista a política de investimentos discriminada no regulamento do fundo (“Regulamento”).⁹³

Pires salienta também que, nos termos do art. 8º da ICVM nº 555, os fundos de investimentos deverão estar registrados no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica do Ministério da Fazenda, possuir escrituração contábil própria, ter seu Regulamento registrado em cartório de registro de títulos e documentos (para que produza efeitos contra terceiros) e também ser registrado na CVM para o seu regular funcionamento.⁹⁴

Além disso, o fundo deverá dispor, obrigatoriamente, da qualificação do administrador, do gestor e do custodiante do fundo, contendo as informações e registro de cada um dos prestadores de serviço perante a CVM, bem como conter a indicação da espécie do fundo (se aberto ou fechado, conforme veremos adiante), do prazo de duração (se determinado ou indeterminado), além de informar qual a política de investimento, a taxa de administração – que deverá ser fixa e expressa em percentual ao ano sobre o patrimônio líquido do fundo–, de *performance*, a taxa máxima de custódia – também expressa em percentual ao ano sobre o patrimônio líquido–, as condições para a aplicação e resgate das cotas, distribuição de resultados,

⁹² PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.46.

⁹³ Ibidem, p.46.

⁹⁴ Ibidem, p.46.

as condições de pagamento, o público alvo e a descrição dos riscos assumidos pelo fundo, dentre outras.⁹⁵

Com o advento da Instrução CVM nº 555/2014, dois novos documentos passaram a ser exigidos na constituição de fundos de investimento, a saber: o formulário de informações complementares (“Formulário”), e a lâmina de informações essenciais (“Lâmina”). No Formulário deverão ser divulgados, dentre outros, os fatores de risco do fundo, apresentados em ordem de relevância, e também uma relação dos prestadores de serviço do fundo. Na Lâmina, embora exigida especificamente para fundos abertos não destinados exclusivamente a investidores qualificados, situação em que o administrador e o distribuidor deverão assegurar-se de que aos potenciais investidores tenham acesso às informações antes de ingressarem no fundo, constarão os objetivos do fundo, a política de investimentos, a composição da carteira e o histórico de rentabilidade.⁹⁶

Ademais, as principais características constantes do Regulamento devem constar no prospecto do fundo (“Prospecto”), o qual deverá ser divulgado publicamente por meio das instituições responsáveis pela distribuição das cotas ou na página da CVM, na rede mundial de computadores, sendo, todavia, tal Prospecto dispensado nas ofertas públicas de fundos fechados, destinados exclusivamente a investidores qualificados.⁹⁷

Segundo Pires, “O fundo é caracterizado de acordo com a sua composição, a qual determinará a liquidez deste, bem como a sua política de investimentos, ou seja, quais ativos e/ou títulos integrarão a carteira do fundo”⁹⁸ e em qual proporção. A seguir, veremos a caracterização e composição da carteira dos FIDCs, bem como o fluxograma contendo as etapas da estrutura da operação e os participantes e principais prestadores de serviço para compreendermos como é o funcionamento da estrutura do fundo e como os mecanismos de reforço de crédito se enquadram nela.

3.4 Caracterização da Operação - Composição da Carteira

⁹⁵ Ibidem, p.46-47.

⁹⁶ Artigos 41 e 42 da Instrução CVM 555/2014.

⁹⁷ Art. 125, *caput* e inciso II, da Instrução CVM 555/2014.

⁹⁸ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.47.

Leite sustenta que uma das principais características inerentes aos Fundos de Recebíveis, que os distinguem das demais modalidades de fundos de investimento, é a composição da sua carteira de investimentos⁹⁹. A carteria do FIDC deve ter, no mínimo, 50% de seu patrimônio líquido representado por direitos creditórios¹⁰⁰, podendo o remanescente do patrimônio líquido dos FIDCs ser aplicado em títulos de emissão do Banco Central, do Tesouro Nacional ou dos Estados e Municípios, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, certificados e recibos de depósito bancário e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas de Fundo de Desenvolvimento Social.¹⁰¹ O fundo poderá ainda realizar operações compromissadas e operar no mercado de derivativos desde as operações sejam efetuadas em mercados administrados por bolsas de mercadorias e futuros, ou em balcão, e que o objetivo seja proteger posições detidas à vista, até o limite dessas.¹⁰²

Pires destaca que os cotistas não são proprietários dos ativos que compõem o patrimônio do FIDC, mas sim das cotas, as quais representam uma fração ideal do referido patrimônio¹⁰³, que, em última análise, constitui uma parcela proporcional ao risco da operação.¹⁰⁴

Quanto aos limites de concentração, o fundo poderá adquirir direitos creditórios e outros ativos de um mesmo devedor, ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, no limite de 20% de seu patrimônio líquido,¹⁰⁵ ressalvada a vedação de o administrador, gestor, custodiante e consultor especializado ou partes a eles relacionadas, cederem ou originarem, direta ou indiretamente, direitos creditórios aos fundos nos quais atuem¹⁰⁶. Sobre esses limites e vedações Pires reforça que:

Tal vedação provocou manifestações contrárias de algumas entidades do mercado, conforme observado na Audiência Pública nº 05/2012 realizada no âmbito da CVM e que ensejou a edição da Instrução CVM nº 531/2013. Argumentou-se que tal vedação impediria que grandes conglomerados se valessem da estrutura de FIDCs para a captação de recursos via securitização de recebíveis, além de poder desestimular o

⁹⁹ Conforme: LEITE, Cristiano da Cruz. O Papel do Advogado na Estruturação de Fundos de Recebíveis. p.51. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

¹⁰⁰ Art. 40, *caput*, da Instrução CVM nº 356/2001.

¹⁰¹ Art. 40, §1º, da Instrução CVM nº 356/2001.

¹⁰² Art. 40, §§2º e 3º, da Instrução CVM nº 356/2001.

¹⁰³ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.64.

¹⁰⁴ LEITE, Cristiano da Cruz. O Papel do Advogado na Estruturação de Fundos de Recebíveis. p.52. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

¹⁰⁵ Art. 40-A, da Instrução CVM nº 356/2001. Ver também as exceções nas quais o limite de concentração poderá ser elevado, bem como os critérios para que isso ocorra nos §§ 1º, 2º e 3º, do art. 40-A da Instrução CVM nº 356.

¹⁰⁶ Art. 39, §2º, da Instrução CVM nº 356/2001.

mercado secundário de valores mobiliários de renda fixa¹⁰⁷. No entanto, a CVM manteve a referida vedação com o intuito de inibir a ocorrência de um dos maiores conflitos de interesses que poderia existir em uma securitização – originar para distribuir.¹⁰⁸

No regulamento do fundo deverá constar também qual a política de investimentos,¹⁰⁹ a qual deverá discriminar as características gerais de atuação do fundo, entre as quais os requisitos de composição e de diversificação da carteira, os riscos de crédito e de mercado e os demais riscos envolvidos,¹¹⁰ além de apontar quais são os critérios de elegibilidade para a seleção dos direitos creditórios que irão compor a carteira do fundo, como os prazos, limites de concentração por segmento econômico ou por sacado, dentre outras informações.

3.5 Direitos Creditórios

A compreensão do que pode ser caracterizado como direitos creditórios e que, portanto, será passível de integrar a carteira de FIDCs tem sido bastante discutida no âmbito da CVM. Isso porque, de acordo com o inciso I, do artigo 2º da ICVM 356, com redação dada pela ICVM 442, são considerados direitos creditórios:

I – direitos creditórios: os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, e os warrants, contratos e títulos [contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como em títulos ou certificados representativos desses contratos, os quais devem contar com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora]¹¹¹ referidos no § 8º do art. 40, desta Instrução. (Inserimos o trecho sublinhado)

Fazemos aqui importante uma distinção entre os direitos creditórios performados e os não performados, conforme destacado por Leite:

Os direitos de crédito performados são aqueles já existentes, perfeitamente delineados que se consubstanciam em um direito líquido e certo de recebimento de um determinado fluxo de pagamentos. Por sua vez, os direitos de crédito não performados são aqueles ainda pendentes de plena constituição, quer por um evento futuro provável ou uma obrigação ainda não cumprida, caracterizando-se por serem uma expectativa de

¹⁰⁷ Audiência Pública SDM nº 05/2012, de 06 de fevereiro de 2013.

¹⁰⁸ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.86-87.

¹⁰⁹ Art. 24, inciso V e também alínea “a”. Limite de Composição e de Diversificação Critério de Elegibilidade

¹¹⁰ Art. 24, §1º.

¹¹¹ Art. 2 – Das Definições, inc. I, e art. 40, §8º, da Instrução CVM nº 356.

recebimento de um certo fluxo de pagamentos que dependerão da efetiva concretização do direito de crédito.¹¹²

Na definição de direitos creditórios não performados, nota-se que a formação do direito em que se substancia o lastro da operação está condicionado à efetiva concretização da entrega da mercadoria ou prestação de serviços em data futura¹¹³. Em relação a isso, vale mencionarmos também a distinção existente entre crédito e direito creditório conforme entendimento da CVM:

A rigor, direitos creditórios não são outra coisa do que créditos, pois são direitos que têm por objeto determinada prestação. No entanto, essas duas expressões tem sido utilizadas, no âmbito da regulamentação dos FIDCs, para denotar dois fenômenos de abrangência distinta. Com efeito, depreende-se da regulamentação editada pela CVM que **a diferença entre direito creditório e o crédito está em que o primeiro abrange, além de créditos constituídos, direitos que têm por objeto créditos constituídos ou não**, sabendo-se que o crédito, por sua vez, tem comumente duas acepções, uma econômica, pelo que tem estreita relação com a confiança que um agente deposita no comportamento esperado de outrem; e outra jurídica, que se refere ao direito de alguém de exigir, para a satisfação de seu próprio interesse, o cumprimento da prestação assumida por outra pessoa. Os **créditos referem-se**, assim, estritamente **às obrigações já constituídas**, ainda que sua exigibilidade esteja sujeita a ocorrência de termo. São, portanto, direitos adquiridos. Os **direitos creditórios** abrangem, por sua vez, **direitos à aquisição de créditos ainda não constituídos** e, assim, não exigíveis, vez que subordinados ao **adimplemento de condição futura e incerta**. São, portanto, direitos expectativos (ou eventuais) cujos direitos expectados são créditos.¹¹⁴ (grifo nossos)

Com base nesse conceito, surgiram os mais variados pedidos de registro de FIDCs na CVM, desde a securitização de direitos creditórios do recebimento da renda futura de royalties de petróleo¹¹⁵; direitos creditórios advindos da renda proveniente do parcelamento de dívidas tributárias de contribuintes pelo Município¹¹⁶; direitos econômicos sobre a multa rescisória na venda de jogadores de futebol,¹¹⁷ apenas para citar alguns exemplos.

Diante de todos esses questionamentos e das manifestações da CVM nos referidos processos, conclui-se que poderão integrar a carteira de FIDCs os créditos já constituídos (direitos creditórios performados) ou créditos futuros (direitos creditórios não performados), que

¹¹² LEITE, Cristiano da Cruz. O Papel do Advogado na Estruturação de Fundos de Recebíveis. p.52. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

¹¹³ Características de Contrato Aleatório, nos termos do art. 458 a 461 do Código Civil. Ver também artigos 476 e 477 do Código Civil que tratam da exceção de contrato não cumprido, que expõe um fator adicional de risco nos Contratos Futuros. O FIDC da CPTM é um exemplo dessa modalidade, uma vez que o fluxo de arrecadação seria decorrente da venda futuro de bilhetes de transporte nos guichês de 21 estações designadas.

¹¹⁴ Processo Administrativo CVM N° RJ2009/9811, Processo CVM RJ2004/6913.

¹¹⁵ Ver Processo CVM n° RJ-2005/6167.

¹¹⁶ Ver Processo CVM n° RJ-2005/739.

¹¹⁷ Conforme Processo CVM n° RJ2009/9811.

são diferentes do objeto do FIDCs-NP. Neste, conforme o inciso VI do §1º do art. 1º, embora também estejam relacionados à direitos creditórios de existência futura e emergentes de situações já constituídas, o montante é desconhecido.

Nesse interim, Leite afirma que na caracterização dos fundos de recebíveis, no caso do lastro estar consubstanciado em direitos creditórios não performados, o risco não reside somente no adimplemento do pagamento como ocorre com os direitos creditórios performados, mas também na execução de obrigação futura pelo cedente do direito de crédito.¹¹⁸

3.6 Espécies de Cotas

As cotas devem ser escriturais e mantidas em contas de depósito em nome de seus titulares.¹¹⁹ Leite¹²⁰ salienta que foram duas as espécies de cotas criadas pela Instrução CVM nº 356, as seniores¹²¹ e as subordinadas¹²², cuja distinção baseia-se no fato da cota sênior ter prioridade sobre as demais para efeito de amortização¹²³ e resgate.

As cotas seniores terão uma única classe,¹²⁴ mas nos fundos fechados, conforme veremos adiante, admite-se que sejam subdivididas em diversas séries¹²⁵, as quais poderão ter prazos e valores distintos para amortização, resgate e remuneração.¹²⁶ Segundo Fagundes¹²⁷, esse

¹¹⁸ Conforme: LEITE, Cristiano da Cruz. O Papel do Advogado na Estruturação de Fundos de Recebíveis. p.52. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

¹¹⁹ Art. 11 da Instrução CVM nº 356/2001. Conforme PIRES, “Essa escrituração é realizada pelo administrador do fundo, mesmo que não seja autorizado pela CVM para prestar serviços de escrituração de valores mobiliários a terceiros.”; PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.81.

¹²⁰ Conforme: LEITE, Cristiano da Cruz. O Papel do Advogado na Estruturação de Fundos de Recebíveis. p.52. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

¹²¹ Cota Sênior: Ver art. 2º, inciso XI, da Instrução CVM nº 356.

¹²² Cota Subordinada: Ver art. 2º, inciso XII, da Instrução CVM nº 356/2001.

¹²³ Amortização: Ver art. 2º, inciso XIV, da Instrução CVM nº 356/2001. MANTOVANI e SANTOS destacam que “a amortização nas operações de securitização podem assumir diversas formas, de acordo com as características da operação em relação à carteira de recebíveis dada como colateral e as exigências dos investidores. As estruturas mais comuns de securitização é a modalidade Controlada, com datas programadas para a amortização e *Bullet*, sendo o pagamento realizado em uma única parcela no vencimento”. em: MANTOVANI, Pablo; SANTOS, Décio B. *Overview* da Securitização. p.103. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

¹²⁴ Art. 12 da Instrução CVM nº 356/2001.

¹²⁵ Séries de Cotas: Ver art. 2º, inciso XIII, da Instrução CVM nº 356.

¹²⁶ Art. 2º, inciso XIII, da Instrução CVM nº 356.

mecanismo tem o condão de acomodar os interesses, pretensões e expectativas de diferentes perfis de investidores e estimular o crescimento da indústria de FIDCs.¹²⁸ No entanto, a norma estabelece que cada série de cotas deverá ter as mesmas características e conferir aos seus titulares iguais direitos e obrigações nos termos do regulamento do fundo.¹²⁹

Isso implica dizer que no caso de liquidação do fundo, os titulares de cotas seniores terão o mesmo direito quanto à partilha do patrimônio do fundo, na proporção dos valores previstos para amortização ou resgate da respectiva série e no limite desses mesmos valores, não havendo, portanto, qualquer tipo de preferência, prioridade ou subordinação entre os titulares de cotas seniores,¹³⁰ como ocorreu no FIDC do Banco BVA¹³¹.

As cotas subordinadas suportam as perdas e recebem excessos de rendimento, e poderão ter classes distintas, como por exemplo, cota júnior (ou subordinada ordinária) e a mezanino (ou subordinada preferencial), para efeitos de prioridade entre elas em termos de amortização e resgate.¹³² Tal distinção entre os tipos de cotas são relevantes para este estudo na medida em que um dos mecanismos de mitigação de risco bastante utilizados nos fundos de direitos creditórios a performar baseia-se no reforço de crédito por parte do originador, que compartilha com os investidores parte dos riscos da carteira do fundo ao adquirir um percentual de cotas subordinadas para absorver eventuais perdas experimentadas pelo fundo.¹³³ Nesse sentido, Pires reforça que, “[...] as cotas subordinadas são consideradas uma proteção aos cotistas

¹²⁷ Conforme: FAGUNDES, João Paulo. Os fundos de investimento em direitos creditórios à luz das alterações promovidas pela instrução CVM 393. **Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro**, v.132, p.100.

¹²⁸ Fomentar operações no mercado de capitais e, nesse contexto, estimular a indústria de FIDCs, é uma das atribuições da CVM. Para maiores detalhes sobre essa função, ver FERREIRA, Catarina Iazzetti. O papel desempenhado pela CVM na Evolução dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Brasil. p.31-49. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

¹²⁹ Art. 12, §2º, da Instrução CVM nº 356/2001.

¹³⁰ Art. 12, §3º, da Instrução CVM nº 356/2001.

¹³¹ Conforme: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.50.

¹³² Conforme: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.65.

¹³³ Conforme: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.91.

seniores, haja vista que estes somente serão afetados quando o valor da inadimplência for superior ao valor total das cotas subordinadas emitidas pelo fundo”.¹³⁴

Em complemento, Nelson Eizirik (et al.), afirma que, nos casos em que o cedente dos créditos for instituição financeira ou sociedade de arrendamento mercantil, tanto a instituição cedente como suas afiliadas, somente poderão adquirir cotas do FIDC da espécie subordinada.¹³⁵

Por fim, independentemente da espécie da cota, o administrador não poderá prometer rendimento predeterminado aos cotistas¹³⁶. Não obstante, boa parte dos FIDCs estabelece uma remuneração indicativa. Em relação a essa prática, Santana adverte que:

Os FIDC não podem prometer rendimento para as cotas de sua emissão, sejam elas de classe sênior ou subordinada. Apesar disso, a maior parte dos fundos estabelece uma remuneração de referência, principalmente, para as cotas seniores. Na verdade, essa remuneração indicativa serve apenas para determinar qual parcela do patrimônio do fundo será, preferencialmente, destinada ao pagamento dos cotistas seniores e qual será destinada aos cotistas subordinados [...].¹³⁷

3.7 Tipos de Fundo

Nos termos da Instrução CVM nº 356, os fundos podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto¹³⁸ – quando é permitido a entrada de novos cotistas ou o aumento da participação dos antigos, por meio de novos investimentos, bem como a saída de cotistas, por meio do resgate de cotas, mediante a venda de ativos do fundo para a entrega do valor correspondente ao cotista que efetuou o resgate, total ou parcial, de suas cotas – ou fechado¹³⁹ – quando a entrada e saída de cotistas não são permitidas. Nesse caso, após o período de captação de recursos pelo fundo, não se admitem novos cotistas ou o aumento da participação pelos cotistas antigos, a não ser que seja aberta uma nova janela de investimentos, conhecidas no mercado como rodadas de investimento. Além disso, também não é admitido o resgate de cotas por decisão do cotista, que terão de recorrer ao mercado secundário para se retirar do fundo e

¹³⁴ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.79.

¹³⁵ Conforme: EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais** – regime jurídico. 3. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p.105.

¹³⁶ Art. 36, da Instrução CVM nº 356/2001.

¹³⁷ SANTANA, Rogério de Araújo. **O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios como Alternativa de Financiamento: 2001–2005**. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. p.63. Disponível em: <http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=4030>. Acesso em: 20 jun. 2016.

¹³⁸ Fundo aberto: Art. 2º, inciso V, da Instrução CVM nº 356/2001.

¹³⁹ Fundo fechado: Art. 2º, inciso VI, da Instrução CVM nº 356/2001.

receber o valor das suas cotas. Devido às características supramencionadas, é comum que os fundos abertos tenham prazo indeterminado e os fechados costuma ter prazo determinado de duração.¹⁴⁰

Adicionalmente, as diferenças entre os fundos abertos e fechados têm diversas implicações regulatórias como a necessidade e prazos de registro,¹⁴¹ os documentos que devem ser apresentados para a constituição do fundo¹⁴² - quando as cotas de fundo fechado forem destinadas à distribuição pública nos termos da Instrução CVM nº 400,¹⁴³ ou quando das ofertas públicas de distribuição com esforços restritos conforme a Instrução CVM nº 476,¹⁴⁴ - quanto ao valor de emissão das cotas¹⁴⁵ e também em relação às hipóteses de resgate¹⁴⁶ e liquidação do fundo por determinação da CVM.¹⁴⁷

Existem inúmeros assuntos a serem exporados em relação aos fundos abertos e fechados, mas para o desenvolvimento do presente trabalho, é importante mencionarmos que o registro automático de que trata o art. 8º da Instrução CVM nº 356 não se aplica aos fundos cujas aplicações em warrants e em contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura e em títulos ou certificados representativos desses contratos ou nos casos em que o custodiante se eximir da verificação do lastro por amostragem dos direitos creditórios.¹⁴⁸

3.8 Investidores Qualificados ou Profissionais

¹⁴⁰ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.92.

¹⁴¹ Ver arts. 8º e 21 da Instrução CVM nº 356/2001, que trata do registro dos FIDCs na CVM.

¹⁴² Ver art. 20, *caput* e §1º, da Instrução CVM nº 356/2001, que trata dos documentos que devem ser apresentados para registro dos FIDCs na CVM.

¹⁴³ A Instrução CVM nº 400/2003 regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário.

¹⁴⁴ A Instrução CVM nº 476/2009 regula as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses nos mercados regulamentados.

¹⁴⁵ Ver arts. 16 e 17 da Instrução CVM nº 356/2001, que tratam do valor de emissão das cotas nos fundos abertos e fechados.

¹⁴⁶ Ver arts. 18-A e 18-B da Instrução CVM nº 356/2001, que tratam do resgate de cotas nos fundos abertos e fechados.

¹⁴⁷ Ver art. 9º da Instrução CVM nº 356, que trata de hipóteses de liquidação dos FIDCs por determinação da CVM.

¹⁴⁸ Conforme: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.62.

A aplicação de recursos e a negociação de cotas no mercado secundário são restritas aos investidores qualificados.¹⁴⁹ Isso significa dizer que somente poderão ser titulares das cotas representativas do patrimônio líquido dos FIDCs as pessoas que se enquadrem nesta definição. A Instrução CVM nº 554/2014 alterou a classificação de investidor qualificado, elevando o montante mínimo de investimentos de R\$ 300mil para R\$ 1 milhão, além de criar a categoria de investidor profissional. Nesse sentido, constou no Estudo Anbima o seguinte:

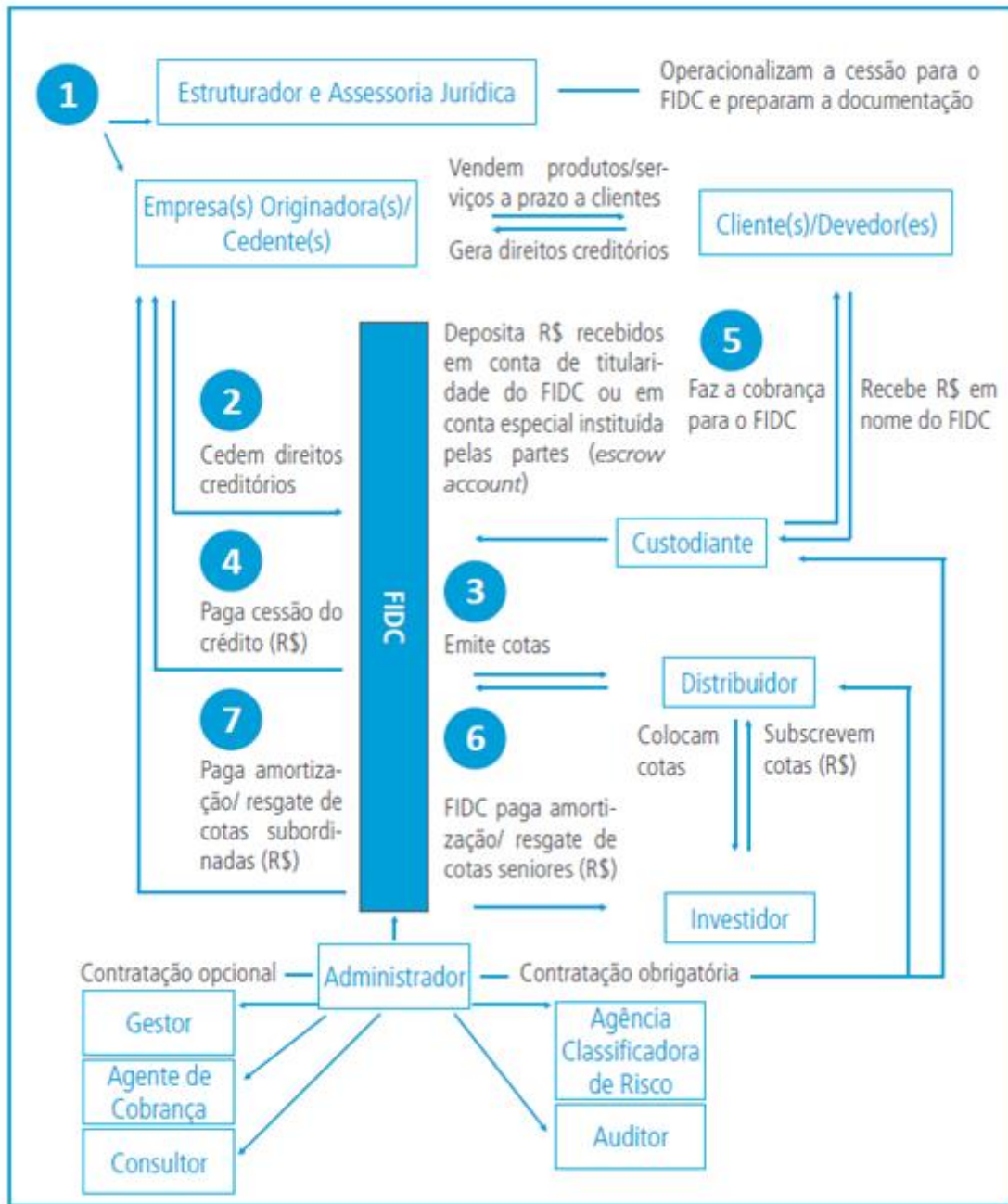
[...] Após essa data, entra em vigor a Instrução CVM nº 554/14, que muda a definição de investidor qualificado e cria a categoria de investidor profissional – que inclui, além das instituições listadas acima (categoria em que se enquadram: as instituições financeiras; sociedades seguradoras e de capitalização; entidades de previdência; pessoas físicas ou jurídicas com investimentos superiores a R\$ 300 mil; fundos de investimentos destinados a investidores qualificados; administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, relativamente a seus recursos próprios; e fundos de investimentos em geral (não qualificados), dentro do limite de 20% de seu patrimônio líquido), os investidores não residentes e os clubes de investimento com carteira gerida por administrador autorizado pela CVM, e estabelece em R\$ 10 milhões o montante mínimo de investimento financeiro requerido para as pessoas naturais e jurídicas serem classificadas nessa categoria. O investidor qualificado passa a englobar, além dos classificados como profissionais, as pessoas naturais ou jurídicas com investimento financeiro mínimo de R\$ 1 milhão (em substituição aos R\$ 300 mil), ou, alternativamente, aquelas pessoas físicas que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como agentes autônomos, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários em relação aos seus recursos próprios. Também são incluídos nesse grupo os clubes de investimento, desde que geridos por pelo menos um cotista que seja investidor qualificado, bem como os regimes próprios de previdência social, quando reconhecidos como investidor qualificado pela regulamentação específica do Ministério da Previdência Social.¹⁵⁰ (Grifo nosso e realocamos o trecho sublinhado)

¹⁴⁹ Art. 3º, Inciso II, da Instrução CVM nº 356/2001.

¹⁵⁰ Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.22.

3.9 Estrutura da Operação

Figura 1 - Fluxo de Estruturação¹⁵¹



¹⁵¹ Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.19.

Resumidamente, as principais etapas envolvidas em uma operação de FIDC com direitos creditórios a performar são:

1. Originação do lastro e constituição do FIDC: A empresa originadora celebra contrato em que se compromete a entregar produtos/serviços a clientes em data futura, gerando os direitos creditórios a performar que servirão de lastro para o FIDC; Ainda nesse primeiro momento a originadora em conjunto com o estruturador e assessoria jurídica constituem o FIDC;
2. Constituição do patrimônio líquido do fundo: A originadora cede os direitos creditórios ao fundo;
3. Emissão e Colocação das Cotas: O FIDC emite as cotas e as distribui aos investidores qualificados interessados em aportar recursos no fundo;
4. Antecipação dos Recebíveis cedidos: O fundo paga a empresa originadora pela cessão de créditos realizada;
5. Condicionado à performance da originadora quanto à entrega do produto ou serviço que constitui o direito creditório cedido ao fundo, os devedores realizam o pagamento ao FIDC. De acordo com Pires, tais pagamentos realizados pelos devedores dos direitos creditórios poderão ser creditados (i) em conta de titularidade do fundo mantida perante o custodiante, que repassará tais recursos aos investidores, na forma de rendimentos, amortizações ou resgate de cotas ou (ii) em conta especial instituída pelas partes (*escrow account*) para amortização/resgate pelos cotistas.¹⁵²

Por fim, em relação ao fluxo apresentado, cumpre-nos ressaltar que esta é apenas um fluxo indicativo de uma operação, mas existem diversas formas e estruturas possíveis, não se trata de um processo fechado. Além disso, ocorrem diversos atos secundários que deixamos de apresentar nesse fluxo macro, mas que são de extrema relevância no processo, desde aspectos regulatórios mais básicos como o registro do fundo, até critérios mais sofisticados como a atribuição de *rating* de crédito por agência de classificação de risco.

Cada uma das caixas representa um participante da estrutura do fundo com atribuições específicas. Passaremos adiante a comentar brevemente acerca de alguns deles.

¹⁵² Conforme: PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.66.

3.10 Figuras que Compõem o Fundo de Investimento

3.10.1 Administrador

“A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao seu funcionamento e manutenção, que poderão ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo”.¹⁵³ Com a publicação da Instrução CVM nº 558/15,¹⁵⁴ após longas discussões com o mercado, ficou estabelecido que a função de administrador poderá ser exercida por bancos múltiplos, comerciais, de investimento, caixa econômica federal, sociedade de crédito de financiamento e investimento, sociedade corretora e sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários.¹⁵⁵

As alterações foram bastante significativas para a indústria de FIDCs e não iremos nos estender para não fugir do tema ora proposto,¹⁵⁶ mas apenas para ilustrar, com base nos editais e relatórios das audiências públicas divulgadas pela CVM,¹⁵⁷ destacamos os seguintes pontos: a criação de duas categorias de administradores de carteira de recebíveis, a saber: administração fiduciária e gestão de recursos, cada uma com características, atribuições e registros perante a CVM distintos, contando também com a segregação das atividades de custódia e controladoria de ativos e passivos das atividades de gestão para evitar eventuais conflitos de interesses; requerimento mínimo de patrimônio de referência para os administradores fiduciários; ademais, foram criados e/ou aprimorados mecanismos de gestão de riscos, inclusive com o estabelecimento de procedimentos específicos para a identificação e acompanhamento da exposição das carteiras e métodos de precificação de ativos.

¹⁵³ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insuper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.52.

¹⁵⁴ A Instrução CVM nº 558/2015, publicada em 26 de março de 2015, revogou a Instrução CVM nº 306/99. Ela regula o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários.

¹⁵⁵ Ver o Edital de Audiência Pública SDM nº 10/14 e Edital de Audiência Pública SDM nº 14/11.

¹⁵⁶ Além da Instrução CVM nº 356, também disciplinam a função do administrador a Instrução CVM nº 555/14 e 558/15, que contam também com dispositivos específicos e pontuais da Lei nº 6.385/1976, dentre outras normas. Sobre as atribuições e responsabilidades do administrador, verificar DOTTA, Eduardo Montenegro. **A Responsabilidade dos Administradores de Fundos de Investimento no novo Código Civil**. São Paulo: Textonovo, 2005; e FREITAS, José Alexandre. O Administrador de Fundos de Investimento em Direito Creditórios. p.58-68 In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

¹⁵⁷ Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.13.

É importante destacar que o administrador e o gestor não poderão realizar os seguintes atos em nome do fundo: (i) receber depósito em conta corrente; (ii) contrair ou efetuar empréstimos, salvo na modalidade autorizada pela CVM; (iii) prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, salvo os fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento e que as garantias prestadas sejam relacionadas à carteira do fundo; (iv) vender cotas a prestação, sem prejuízo da integralização a prazo das cotas subscritas; (v) prometer rendimento predeterminado aos cotistas; (vi) realizar operação com ações fora de mercado organizado, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão em debêntures em ações, exercício de bônus de subscrição, negociação de ações vinculadas a acordos de acionistas e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização; (vii) utilizar recursos do fundo para o pagamento de seguro contra perdas financeiras de cotistas; e (viii) praticar atos de liberalidade.¹⁵⁸

3.10.2 Cotista

Pires¹⁵⁹ destaca que os cotistas são os titulares detentores das frações ideias representativas do patrimônio líquido do fundo, que recebem a denominação de “cotas” e conferem aos seus titulares direitos e obrigações.¹⁶⁰ Ou seja, se as cotas equivalem a frações ideias do patrimônio do fundo e cada cota confere ao seu titular o direito a um voto nas deliberações de assembleia de cotistas¹⁶¹, além do direito de receber a remuneração quando do resgate de suas cotas na proporção da sua participação.¹⁶²

Note-se que o patrimônio do fundo não responde por eventuais dívidas contraídas por seus cotistas¹⁶³, até porque o cotista não é o proprietário dos ativos que integram o patrimônio líquido do fundo e, sendo assim, não pode dispor dos bens do fundo para liquidar suas dívidas.¹⁶⁴ Além disso, as cotas de fundo aberto não podem ser objeto de cessão ou transferência exceto nos casos previstos em lei.

¹⁵⁸ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.54

¹⁵⁹ Ibidem, p.52.

¹⁶⁰ Art.11 da Instrução CVM nº 555/2014.

¹⁶¹ Art.71 da Instrução CVM nº 555/2014.

¹⁶² Art.37 da Instrução CVM nº 555/2014.

¹⁶³ FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p.98.

¹⁶⁴ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.55.

Por outro lado, Os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração.¹⁶⁵

3.10.3 Custodiante

Com atividade regulada pela CVM por meio da Instrução CVM nº 542/2013, o custodiante é a figura – instituição financeira - responsável por validar os direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade, receber e verificar a documentação referente ao lastro, realizar a liquidação física e financeira, custódia e guarda de documentação relativos aos direitos creditórios e demais ativos da carteira, bem como cobrar e receber, em nome do fundo, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos diretamente em uma conta de titularidade do fundo ou em uma conta especial instituída pelas partes junto a instituições financeiras destinada a acolher depósitos a serem feitos pelo devedor e ali mantidos em custódia, para liberação após o cumprimento de requisitos especificados e verificados pelo custodiante (escrow account).¹⁶⁶

“Algumas destas atividades – como a verificação de lastro e a guarda dos documentos – podem ser terceirizadas pelo custodiante a outras instituições, à exceção do originador, cedente, consultor ou gestor, sem prejuízo de sua responsabilidade.”¹⁶⁷

Os contratos de custódia devem, além de observar o que dispõe a regulamentação específica que trata da custódia de valores mobiliários, conter cláusula que estipule que somente as ordens emitidas pelo administrador, pelo gestor ou por seus representantes legais ou mandatários, devidamente autorizados, podem ser acatadas pela instituição custodiante e também que vede ao custodiante a execução de ordens que não estejam diretamente vinculadas às operações do fundo.¹⁶⁸

Por fim, cumpre-nos ressaltar as recentes alterações regulatórias relacionadas à atividade do custodiante, consubstanciadas na Instrução CVM nº 531/13. Dentre os principais pontos discutidos no âmbito da audiência pública nº 05/12 no que diz respeito às

¹⁶⁵ Art. 15 da Instrução CVM nº 555/2014.

¹⁶⁶ Art. 38 da Instrução CVM nº 356/2001.

¹⁶⁷ Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.20.

¹⁶⁸ Art. 81 da Instrução CVM nº 555/2014.

responsabilidades do custodiante, podemos citar: a definição de responsabilidade quanto à verificação do lastro dos recebíveis; estabelecer os casos em que a análise pode ser realizada por amostragem, desde que prevista essa possibilidade no regulamento e esteja previsto nos fatores de risco, quando houver volume expressivo de créditos cedidos e com diversos sacados distintos; e o impedimento do custodiante ser do mesmo grupo econômico do administrador para evitar situações de conflito de interesses.¹⁶⁹

3.10.4 Agências de Classificação de Risco (*Rating*)

A atividade das agências de classificação de risco é regulada pela Instrução CVM nº 521/12, que trata entre outras coisas, do registro desta perante a CVM, de regras e controles internos e demais obrigações e vedações inerentes à função desses prestadores de serviço cuja contratação é mandatória nos fundos de investimento em direitos creditórios, a fim de atribuir um *rating* a cada classe ou série de cotas destinadas à colocação pública de emissão dos aludidos fundos.¹⁷⁰

Segundo Pires, a classificação serve como um “guia” para os investidores e constitui um dos fatores decisivos para a realização ou não do investimento. Além disso, de forma inversamente proporcional, o *rating* influi nas taxas de juros exigidas pelos investidores na medida em que: com *rating* melhor as taxa de juros oferecidas tendem a ser menor.¹⁷¹ Conforme Gaggini:

O *rating* é uma atividade de classificação de risco de crédito, por meio da qual uma empresa independente especializa-se em analisar empresas, governos, fundos, entre outras entidades que ofereçam títulos publicamente, de modo a oferecer uma opinião quanto à segurança e garantia dos títulos e emissores analisados.¹⁷²

Gazoni e De Mollein salientam que “os *ratings* oferecem uma régua padronizada de risco de crédito que torna possível a comparação entre diversos instrumentos de entidades em

¹⁶⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório de Audiência Pública SDM nº 05/12. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2012/sdm0512.html>. Acesso em: 20 jun. 2016.

¹⁷⁰ Art. 3º da Instrução CVM nº 356/2001.

¹⁷¹ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.36.

¹⁷² GAGGINI, Fernando Schwarz. **Securitização de Recebíveis**. 1. ed. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2003. p.62.

diferentes países,¹⁷³ pois embora os critérios possam variar para refletir as diferenças entre as práticas e condições do mercado local, e de eventuais limitações legais ou regulatórias, os princípios de classificação de risco seguem um padrão de mercado que não se altera.¹⁷⁴

No entanto, quando da avaliação da qualidade do crédito em operações estruturadas envolvendo ativos existentes (créditos performados) ou de fluxos de recebíveis futuros (créditos a performar), como no caso dos FIDCs, são requeridos fatores de análise e metodologia diferenciados.¹⁷⁵ Assim, Gazoni e De Mollein explicam que:

O fator principal da análise de operações com ativos existentes tende a ser composto pelas políticas e procedimentos de originação, além dos riscos legais e operacionais, como administração da carteira; [...] as formas de produção, que incluem o tipo/natureza dos ativos a serem securitizados; política de crédito e cobrança dos ativos; performance histórica da carteira a ser securitizada; procedimentos de administração de carteira; e sistemas e infra-estrutura envolvidos na originação, além do acompanhamento e cobrança dos recebíveis. [...] Busca-se compreender também as decisões estratégicas da alta administração da entidade, passadas e futuras, que sejam relevantes para a unidade de negócios originadora dos recebíveis. A idéia é comparar esses objetivos com tendências setoriais e determinar a filosofia de empréstimos da entidade, bem como sua tolerância ao risco.¹⁷⁶

Note-se que nos créditos existentes o foco da análise está centrada na performance histórica da carteira e na operação que lastreia o direito creditório. Desse modo, a não ser que o originador forneça algum tipo de reforço de crédito ou liquidez, o *rating* atribuído a uma operação estruturada desse natureza independe da qualidade do crédito do originador.

Em contrapartida, nos créditos futuros em que a constituição do direito creditório depende da entrega do produto ou prestação do serviço, é de suma importância a análise em relação à continuidade/perpetuidade dos negócios e a sobrevivência da entidade geradora. Sendo assim, a metodologia nesse cenário deverá contemplar a análise do originador e da operações estruturada.¹⁷⁷ Isto posto, podemos assumir que, mesmo em se tratando de operação envolvendo créditos existentes, se o originador se comprometer a substituir os direitos creditórios que servem de lastro à operação com créditos futuros (a performar), a análise do originador poderá ser um dos fatores preponderantes da análise de classificação de risco de crédito.

¹⁷³ GAZONI, Pedro Luiz; MOLLEIN, Juan De. *Ratings* de operações estruturadas no Brasil. p.93. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos** – A Era da Desintermediação Financeira. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

¹⁷⁴ Conforme: GAZONI, Pedro Luiz; MOLLEIN, Juan De. *Ratings* de operações estruturadas no Brasil. p.94. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos** – A Era da Desintermediação Financeira. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

¹⁷⁵ *Ibidem*, p.97.

¹⁷⁶ *Ibidem*, p.97.

¹⁷⁷ *Ibidem*, p.98.

Nos casos em que a análise do originador se fizer necessária, Gazoni e De Mollein reforçam que a análise será focada no riscos de falência e na continuidade dos negócios, em que serão analisados os “fundamentos do negócio, lucratividade, perspectivas de crescimento, eventuais vulnerabilidades quanto à inovações tecnológicas, vulnerabilidade a ações regulatórias, relações trabalhistas, índices financeiros chave”,¹⁷⁸ dentre outros. Além desses, nas operações estruturadas a análise se baseia também em aspectos operacionais e estruturais, envolvendo análise do setor de atuação do originador, as projeções de fluxo de caixa e o planejamento estratégico; os riscos de contraparte envolvidos na transação; procedimentos e condições de cobrança e pagamentos; e fatores de risco soberano que possam afetar a transação”, sem prejuízo de análise dos mesmos fatores de análise de créditos existentes, conforme aplicáveis.¹⁷⁹

Abordada a participação das agências de classificação de risco e os critérios analisados para elaboração do *rating*, passaremos adiante aos possíveis riscos nos FIDCs e mecanismos de reforço.

¹⁷⁸ GAZONI, Pedro Luiz; MOLLEIN, Juan De. *Ratings* de operações estruturadas no Brasil. p.98. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos** – A Era da Desintermediação Financeira. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

¹⁷⁹ *Ibidem*, p.98.

4 RISCOS ENVOLVIDOS NOS FIDCS E MECANISMOS DE REFORÇO

Considerando que os FIDCs comportam diferentes estruturas para acomodar os interesses do originador, observados os requisitos e critérios regulatórios estabelecidos na Instrução CVM nº 356, os riscos que podem afetar a operação variam de acordo com as características e estrutura do FIDC. Tais riscos podem gerar perdas ao fundo e aos cotistas e, em situações específicas e desde que previstas no regulamento, podem requerer a realização de aportes de recursos ao fundo pelos cotistas.¹⁸⁰

De qualquer forma, é mandatário que os fatores de risco sejam listados na política de investimentos do fundo, parte integrante do Regulamento, conforme previsto no artigo 24, §1º, inciso I da Instrução CVM nº 356. Sendo assim, abordaremos a seguir alguns dos fatores de risco destacados na operações envolvendo direitos creditórios a performar.

4.1 Risco de *Performance*

Se considerarmos que nas operações envolvendo créditos futuros a performar, a exigibilidade do recebimento do pagamento pelo devedor do título/direito creditório cedido ao fundo depende da entrega de mercadoria ou prestação do serviço em data futura por parte do originador, não há como dissociar o risco de performance nesse tipo de operação.

Também referido como Risco de Descontinuidade,¹⁸¹ para Santana¹⁸², o risco de *performance* está diretamente relacionado à capacidade da empresa em continuar gerando recebíveis e cumprir com as obrigações de entregar os bens ou prestar os serviços nos quais os direitos creditórios que lastreiam a operação estão consubstanciados. Na mesma linha, Pires

¹⁸⁰ Conforme: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.30.

¹⁸¹ Conforme: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.33.

¹⁸² Conforme: SANTANA, Rogério de Araújo. **O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios como Alternativa de Financiamento**: 2001–2005. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. p.65-66. Disponível em: <http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=4030>. Acesso em: 20 jun. 2016.

ressalta que o risco de *performance* decorre do “descumprimento, pela empresa originadora, das suas obrigações de originar e ceder direitos creditórios ao fundo”.¹⁸³

Santana adverte que:

Como resultado, os Cotistas do FIDC seriam diretamente prejudicados já que nessas operações o fundo adquire o direito sobre um fluxo de recebíveis a ser gerado pela Empresa Originadora. Assim, se esse fluxo cessar, o patrimônio líquido do fundo será afetado, prejudicando sua capacidade de cumprir com as obrigações assumidas em seu passivo, incluindo as despesas do fundo e os pagamentos aos cotistas.¹⁸⁴

Trata-se, portanto, de característica intrínseca à operação, com potencial para comprometer não apenas o prazo de duração previsto para o fundo, que poderá ser liquidado antecipadamente conforme previsão no regulamento,¹⁸⁵ mas também impor prejuízos aos cotistas. No entanto, vale mencionar que todos os riscos inerentes à estrutura da operação são analisados pelas agências de classificação de risco, que avaliarão os fundamentos do negócio e capacidade de continuidade/perpetuidade da geradora, se a originadora detém os insumos/condições necessárias para performar e constituir os direitos creditórios, competitividade do originador, as condições do setor onde ela atua, seus fundamentos econômicos, dentre outros fatores.¹⁸⁶

4.2 Risco de Crédito

Santana destaca que:

Provavelmente, o principal risco a ser avaliado é o de crédito. Uma operação de securitização de recebíveis envolve o isolamento e a transferência de risco dos ativos que estão sendo securitizados pela Empresa Originadora e quando um Investidor adquire Cotas de um FIDC, ele não deve correr o risco de crédito da empresa que cedeu os recebíveis mas, apenas o risco de crédito da carteira de ativos.¹⁸⁷

¹⁸³ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insuper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.85.

¹⁸⁴ SANTANA, Rogério de Araújo. **O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios como Alternativa de Financiamento: 2001–2005**. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. p.66. Disponível em: <http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=4030>. Acesso em: 20 jun. 2016.

¹⁸⁵ Conforme: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.33.

¹⁸⁶ Conforme: GAZONI, Pedro Luiz; MOLLEIN, Juan De. *Ratings* de operações estruturadas no Brasil p.98. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007.

¹⁸⁷ SANTANA, Rogério de Araújo. **O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios como Alternativa de Financiamento: 2001–2005**. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. p.64. Disponível em: <http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=4030>. Acesso em: 20 jun. 2016.

No entanto, em uma operação envolvendo direitos creditórios a performar, considerando que a constituição do direito creditório está condicionada à uma performance do originador, no caso de falência do originador a prestação que legitima a exigibilidade do pagamento restará prejudicada. Nesse caso, tendo em vista que a continuidade/perpetuidade dos negócios do originador pode ser um dos fatores preponderantes de risco, pode ser que quando a agência de classificação de risco for atribuir o *rating* da operação o risco de crédito do originador também seja avaliado.¹⁸⁸

O mesmo se aplica para os casos de revolvência, em que o originador se compromete a “substituir o lastro” composto por eventuais direitos creditórios inadimplidos com recebíveis a serem performados no futuro. Nesse caso, porém, a inadimplência do devedor devará ser fator preponderante de risco, pois a originadora somente será acionada para substituir o lastro no caso de inadimplência do devedor.¹⁸⁹

Sendo assim, conclui-se que o risco de crédito está normalmente associado à inadimplência dos devedores do direito creditório, conforme mencionado por Santana (Risco de Inadimplência ou Risco da carteira de Recebíveis), mas não obstante, nos casos envolvendo direitos creditórios a performar, pode ser considerado também o risco de falência do emissor dos ativos cedidos (Risco de Crédito do Emissor) para efeitos de atribuição do *rating* da operação.

Da mesma forma como ocorre no risco de *performance*, o risco de crédito também pode comprometer o rendimento dos cotistas, ensejar a liquidação antecipada do fundo de acordo com as condições previstas no regulamento e até mesmo impor perdas financeiras aos cotistas.¹⁹⁰

4.3 Risco de Liquidez

No âmbito do FIDC, o risco de liquidez está associado à maior ou menor possibilidade de vender o ativo no mercado secundário. Isso porque, conforme abordamos no capítulo referente aos tipos de fundo, nos fundos abertos admite-se que o cotista resgate total ou

¹⁸⁸ Conforme: GAZONI, Pedro Luiz; MOLLEIN, Juan De. *Ratings* de operações estruturadas no Brasil p.98. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007.

¹⁸⁹ Conforme: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.94.

¹⁹⁰ Conforme: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.30

parcialmente as suas cotas, observadas as condições previstas no regulamento, o que confere maior liquidez ao recurso aplicado. Porém, o risco de liquidez reside nos fundos fechados, onde o cotista que desejar se retirar do investimento deverá negociar as suas cotas no mercado secundário, observadas as condições do regulamento e também as condições de mercado, podendo encontrar dificuldades tendo em vista que o mercado secundário brasileiro ainda é muito incipiente.¹⁹¹

Nota-se que é possível subdividirmos o risco de liquidez em Risco de Liquidez dos Recebíveis, que é o risco de não ser possível negociar o ativo no momento e preço desejados, e também o Risco de Liquidez no Mercado Secundário, que decorre da incipiência do mercado secundário brasileiro, onde os investidores estão pouco acostumados a recorrer a essa plataforma de negócios para este tipo de ativo.¹⁹²

Conforme publicado no Estudo Anbima, “O problema da baixa liquidez relaciona-se também à negociação das cotas dos fundos fechados no mercado secundário, bastante incipiente, que pode trazer limitações ao investidor que precisar de liquidez antes do prazo de encerramento do fundo”.¹⁹³ Na mesma linha, Pires reforça que “por ser uma modalidade de investimento recente, os FIDCs ainda carecem de mercado secundário para os direitos creditórios, podendo acarretar a iliquidez dos referidos direitos creditórios e prejudicar o pagamento de amortização e/ou resgate aos cotistas”.¹⁹⁴ Como consequência, pode ser que os cotistas dos fundos fechados tenham de considerar ainda a possibilidade de terem que levar a vencimento os respectivos recebíveis sem possibilidade de desfazer o investimento antes desse prazo.¹⁹⁵

4.4 Reforço de Crédito e Gatilhos de Segurança

Seja com a finalidade de mitigar eventuais riscos identificados na estrutura da operação, seja para melhorar a avaliação realizada pelas agências de classificação de risco e

¹⁹¹ Conforme: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.31

¹⁹² Ibidem, p.31.

¹⁹³ Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.31

¹⁹⁴ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.84-85.

¹⁹⁵ Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.31.

tornar a operação mais atrativa para os investidores, Pires¹⁹⁶ destaca que o mercado se vale de mecanismos de reforço de crédito e gatilhos de segurança “em favor dos investidores, as quais têm por objetivo reduzir as chances de que eventuais perdas ocorridas em face do não pagamento dos recebíveis tenham impacto nas obrigações assumidas pelo fundo perante os investidores”.

Segundo Santana:

O reforço de crédito, como o próprio nome diz, tem por objetivo reduzir as chances de que eventuais perdas decorrentes do não pagamento dos recebíveis cedidos ao fundo, tenham impacto nas obrigações assumidas por este junto aos Investidores do mercado. Este reforço pode ser oferecido pela própria estrutura da operação ou por terceiros.¹⁹⁷

Considerando que nos FIDCs, a operação é estruturada para se alcançar um determinado *rating*, para que sejam disponibilizados aos investidores de acordo com o perfil de risco desejado pelo originador e definido em conjunto com o estruturador,¹⁹⁸ faz sentido que sejam oferecidos mecanismos de reforço de crédito para atingir o resultado almejado.

Na tentativa de oferecer aos investidores estruturas condizentes com o grau de risco que traria o conforto necessário para atraí-los, o mercado passou a buscar alternativas para aumentar a segurança das operações em relação às possíveis perdas e quedas de rendimento a que estão sujeitos, foi então que surgiram os mecanismos de reforço propiciados a partir da própria estrutura da operação (internos), como a subordinação de cotas, *spread* adicional, sobrecolateralização e o fundo de reserva, e também os oferecidos por terceiros ou (externos), como seguro de crédito, compromisso de recompra, todos aplicáveis em operações envolvendo créditos a performar.¹⁹⁹

No que concerne à subordinação de cotas, conforme mencionamos ao apresentar os tipos de cotas disponíveis na estrutura do FIDC (Senior e Subordinada) e a diferenciação

¹⁹⁶ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.71.

¹⁹⁷ SANTANA, Rogério de Araújo. **O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios como Alternativa de Financiamento: 2001–2005**. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. p.66. Disponível em: <http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=4030>. Acesso em: 20 jun. 2016.

¹⁹⁸ Conforme: GAZONI, Pedro Luiz; MOLLEIN, Juan De. *Ratings* de operações estruturadas no Brasil. p.98. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

¹⁹⁹ Conforme: MANTOVANI, Pablo; SANTOS, Décio B. *Overview* da Securitização. p.102. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

existente entre elas no que se refere à prioridade de amortização e resgate, a subordinação tem se apresentado como o mecanismo de reforço de crédito mais utilizado na indústria dos FIDCs.²⁰⁰

De acordo com o artigo 24, inciso XV, da Instrução CVM nº 356/2001, no regulamento do fundo deverá constar qual a relação mínima entre o patrimônio líquido do fundo, ou seja, qual quantidade de cotas será emitida e a proporção de cotas seniores e cotas subordinadas em termos percentuais em relação ao patrimônio do fundo. O que ocorre em algumas estruturas é que o próprio originador ou alguma instituição ligada a ele adquire um determinado percentual das cotas subordinadas de forma a reter o risco da carteira de recebíveis e dividir o risco com os investidores.²⁰¹

Sobre o *spread* adicional, Santana explica que:

Na aquisição dos direitos creditórios pelo FIDC é aplicado um deságio sobre o valor do recebível, também conhecido como *spread*. Normalmente, o tamanho do *spread* aplicado é suficiente para cobrir as despesas do fundo e os pagamentos de rendimentos de principal e juros dos cotistas. Porém, pode ser aplicado um *spread* adicional com o objetivo de cobrir eventuais perdas da carteira.²⁰²

Conforme Gaggini²⁰³ o deságio é condição essencial para a viabilidade da operação. Porém, com base nesse racional, a originadora aceita receber um valor ainda menor para transferir direito creditório para o fundo, aumentando a diferença entre o valor da cessão dos recebíveis e o valor que faria jus quando do vencimento da obrigação com o devedor. Pires²⁰⁴ ressalta que essa diferença proporciona um excesso de rentabilidade ou excesso de *spread*, pois o recebível é descontado a uma taxa maior do que a necessária para remunerar as cotas seniores. Note-se, porém que o excesso de rentabilidade mencionado por Pires não consiste em promessa

²⁰⁰ Conforme: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.11.

²⁰¹ Conforme: SANTANA, Rogério de Araújo. **O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios como Alternativa de Financiamento: 2001–2005**. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. p.67. Disponível em: <http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=4030>. Acesso em: 20 jun. 2016.

²⁰² SANTANA, Rogério de Araújo. **O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios como Alternativa de Financiamento: 2001–2005**. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. p.67-68. Disponível em: <http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=4030>. Acesso em: 20 jun. 2016.

²⁰³ Conforme: GAGGINI, Fernando Schwarz. **Securitização de Recebíveis**. 1. ed. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2003. p.30.

²⁰⁴ Conforme: PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.71.

ou definição de rentabilidade, o que é vedado, mas sim um indicativo de expectativa de rentabilidade de alvo.²⁰⁵

O próximo mecanismo de reforço se refere à sobrecolateralização. Conforme o estudo publicado pela ANBIMA, “também é comum nas estruturas o FIDC contar com a sobrecolateralização, que representa a soma de itens do ativo, tais como disponibilidades, créditos adimplentes e investimentos em valores mobiliários, que excedem o valor devido aos cotistas.”²⁰⁶

A lógica da sobrecolateralização é bastante parecida com o excesso de *spread*, na medida em que a própria estrutura do fundo gera um excesso de reserva para acomodar eventuais perdas. No entanto, enquanto que no excesso de *spread* a reserva excedente é gerada a partir de uma taxa de deságio maior (o originador recebe menos pelo direito creditório), ao passo que na sobrecolateralização, o originador oferece mais recebíveis como *colateral* para se assegurar que haverá excesso de reserva, e assim conferir maior segurança à operação.

Pires ressalta também a existência de um “compromisso de recompra dos direitos creditórios assumidos pela empresa originadora, em caso de inadimplemento por seus respectivos devedores, e a obrigação de cessão, pela empresa originadora, de novos recebíveis ao fundo”. Ou seja, a cessão dos direitos creditórios da originadora para o fundo contém um compromisso por parte dela de recomprar esses ativos no caso de inadimplência do devedor.

Note-se, porém, que no caso do originador assumir um compromisso de recompra, ainda que possua elementos mitigadores de risco de inadimplência, ao menos por parte do devedor, na prática tal mecanismo compromete o *true sale*, pois impede a transferência definitiva do risco.²⁰⁷ E além disso, pode ocorrer também de o originador não honrar o compromisso de recompra junto ao fundo. Nesse cenário, pode ser estabelecido por exemplo que o descumprimento do originador será acionado um gatilhos de segurança da operação.

²⁰⁵ Conforme: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.16.

²⁰⁶ Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.17.

²⁰⁷ Conforme: PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.72.

Os gatilhos de segurança são parâmetros ou condições previstas no regulamento do fundo que poderão ensejar a sua liquidação antecipada²⁰⁸, ou algum reforço de garantia para trazer a operação para o nível de risco adequado. Nesse sentido, Pires destaca que:

Por fim, o regulamento do fundo pode estabelecer hipóteses de liquidação antecipada do fundo, como não pagamento das amortizações, pedido ou decretação de falência da empresa originadora, não atendimento do percentual exigido de garantia/índices, revisão do *rating* de forma negativa. Essas hipóteses têm por finalidade, conforme estudo realizado pela Anbima, definir alguns gatilhos de segurança.²⁰⁹

Os gatilhos podem ser estabelecidos livremente, não há uma regra pré-estabelecida. Como exemplo de compromisso não convencional assumido pelo originador podemos destacar a CPTM que se comprometeu a não interromper ou suspender a venda de bilhetes de trem nas estações listadas, uma vez que os recebíveis cedidos ao FIDC estavam lastreados no fluxo futuro a ser obtido por meio da venda de bilhetes nas estações determinadas.²¹⁰

Cumpre-nos destacar que a simples existência de gatilhos de segurança podem não ser suficientes para o cotista recuperar o capital investido em sua integralidade, mas conforme publicado no Estudo divulgado pela ANBIMA:

Na história da indústria, ficou demonstrado que o fato de serem tomadas medidas preventivas antes da deterioração dos fundos permitiu aos investidores de FIDCs a opção de negociar medidas corretivas. Desta forma, ao contrário das operações tradicionais de dívida, nos FIDCs dificilmente os investidores serão surpreendidos por um não pagamento ou solicitações de pedidos de vencimento antecipado, tendo em vista que sinais de piora no comportamento das carteiras geram eventos de alerta (gatilhos, rebaixamento de *rating*, deterioração das reservas de liquidez, dentre outros).²¹¹

²⁰⁸ Conforme: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.27.

²⁰⁹ Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.28. apud PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insuper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.72.

²¹⁰ Conforme informação contida na cláusula 9.1 do Regulamento do FIDC da CPTM. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Prospecto do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Processo CVM nº. 2006-7551 – FIDC NP CPTM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0003/5357-0.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2016.

²¹¹ Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.28.

5 CONCLUSÃO

“Com um aparato regulatório mais robusto e com estruturas mais flexíveis e abrangentes, os FIDCs se colocam como um instrumento de financiamento e investimento complementar às fontes tradicionais de recursos na economia brasileira”.²¹²

Durante o desenvolvimento do presente trabalho, desde o ponto de partida com o conceito de *security* e da evolução desse tipo de operação no Brasil, acompanhamos uma crescente preocupação em termos regulatórios para que os investidores tivessem mais acesso à informações dos fundos, de uma forma mais ampla e padronizada, o buscou-se também um aprimoramento das normas contábeis, e foram estabelecidos parâmetros mais rígidos em termos de governança corporativa, definição de responsabilidades dos agentes que participam da operação, segregação de funções para evitar conflitos de interesses, dentre outras.

Isso mostra o empenho da CVM em fomentar a indústria de FIDCs no Brasil, tendo em vista que os investidores ainda recorrem pouco a essa estrutura de operação como opção de investimento perto do potencial e muito abaixo do que ocorre em outros países como nos Estados Unidos.

A partir da análise que realizamos acerca dos subconceitos intrínsecos à securitização, como a característica de ser *off balance* em decorrência do *true sale*, dos impactos positivos e negativos gerados a partir da propriedade do ativo e seus efeitos para fins de cobrança e de falência. Falamos também sobre o deságio e do funcionamento da operação de securitização, desde a origem até o advento do marco regulatório que deu início à crescente evolução que temos observado nos últimos anos.

Não obstante, ao tratarmos da estrutura do FIDC, composição da carteira de ativos, conceito de direitos creditórios performados e não performados, espécies de cotas e tipos de fundo, comentamos brevemente sobre os participantes que atuam diretamente na operação, sobretudo aqueles que receberam atenção do regulador recentemente com a edição de normas específicas para regular a prestação dos serviços, verificamos que as novas normas ao mesmo tempo que conferem mais informação e segurança, tornaram a operação mais complexa e menos flexível.

²¹² Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais**; Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015. p.117.

Especificamente para o tema abordado, no que tange à securitização de direitos creditórios não performados, vimos que pela própria característica da operação, existem mais fatores de risco a serem analisados pelo investidor em comparação aos direitos creditórios performados, haja vista que as agências de classificação consideram também o risco de perpetuidade do negócio do originador e a *performance* histórica da carteira de recebíveis deixa de ser o único fator preponderante de risco.

Em relação aos riscos e mecanismos de reforço de crédito, apesar de os fundos estarem lastreados em direitos creditórios a performar, o que por si só colabora para a elevação do índice de risco, vimos que os mecanismos de reforço de crédito e gatilhos de segurança disponíveis no mercado são aplicáveis aos FIDCs não performados, de modo a possibilitar que sejam oferecidos mecanismos de reforço de crédito para mitigar eventuais riscos inerentes à operação e ou manter a operação atrativa para os investidores.

Na realidade, como ocorre nas demais operações existentes no mercado financeiro e de capitais, o que acaba sendo avaliado pelos investidores no momento de realizar as aplicações são as taxas de retorno do investimento em relação aos riscos assumidos, de acordo com o perfil e apetite para risco de cada investidor individualmente. Em assim sendo, dada a flexibilidade da estrutura do FIDC e os benefícios inerentes às operações principalmente nas esferas contábil, tributária, financeira, e jurídica pelos importantes avanços em termos de segurança e controles, os FIDCs podem ganhar mais espaço na preferência dos investidores.

Sendo assim, conclui-se que nas operações de FIDC envolvendo créditos não performados, existem algumas ferramentas disponíveis no mercado para acomodar eventuais fatores de risco na estrutura da operação, como a subordinação de cotas e o excesso de *spread* ou a sobrecolateralização, bem como a possibilidade de estabelecer parâmetros e condições que funcionem como gatilhos para evitar que o fundo se deteriore e ocasione perdas aos investidores. Portanto, concluímos que a falta de mecanismos de reforço de crédito não é o fator determinante para afastar ou prejudicar a escolha dos investidores em desfavor das operações de securitização envolvendo direitos creditórios a performar nos fundos de investimento em direitos creditórios no Brasil.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Marcelo Pacheco. **A Securitização de Recebíveis como Alternativa ao Racionamento de Crédito:** uma análise do fundo de investimento em direitos creditórios. 2005. 98 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.
- AYOTTE, Kenneth; GAON, Stav. **Asset-Backed Securities:** Costs and Benefits of Bankruptcy Remoteness. Texas Finance Festival, out. 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=813847&rec=1&srcabs=561581>. Acesso em: 20 jun. 2016.
- BARROS. Luiz Gastão. O Conceito de *Security* no Direito Norte Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro – Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v.14, p.41-60, apud LEITE, Cristiano da Cruz. O Papel do Advogado na Estruturação de Fundos de Recebíveis. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira.** Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).
- BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Securitização como parte da Segregação de Risco. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 12, dez. 1999.
- BRASIL. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais;** Redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Ambima, 2015.
- CAMINHA, Uinie. **Securitização.** 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007.
- COWAN, Cameron L. On behalf the American Securitization Forum. **Hearing on Protecting Homeowners:** Preventing Abusive Lending While Preserving Access to Credit, nov. 2003. Disponível em: <<https://financialservices.house.gov/media/pdf/110503cc.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2016.
- DOTTA, Eduardo Montenegro. **A Responsabilidade dos Administradores de Fundos de Investimento no novo Código Civil.** São Paulo: Textonovo, 2005.
- EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de capitais – regime jurídico.** 3. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. **Securitization:** The Tool of Financial Transformation. Yale International Center for Finance. Working Paper Nº 07-07, jun. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=997079>>. Acesso em: 20 jun. 2016.
- FAGUNDES, João Paulo. Os fundos de investimento em direitos creditórios à luz das alterações promovidas pela instrução CVM 393. **Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro**, v.132, p. 96-105, out./dez. 2003.

FERNANDES, Maurício P.; SHENG, Hsia H.; LORA, Mayara I. A Securitização, *Rating* de Crédito e Valor de Empresas Emissoras. In: **ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO**, set. 2011, Rio de Janeiro. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN91.pdf>> Acesso em: 20 jun. 2016.

FERREIRA, Catarina Iazzetti. O papel desempenhado pela CVM na Evolução dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Brasil. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

FISHMAN, Michael J.; KENDALL, Leon T. **A Primer on Securitization**. Cambridge: The MIT Press, 1996. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=wj3ktnd9RIsC&pg=PA1&lpg=PA1&dq=Securitization:+a+new+era+in+american+finance&source=bl&ots=F1EdfwCOo5&sig=JwisOmV-aVprC8ATfmyum2uhtW8&hl=pt-PT&sa=X&ei=TDoPVbW6KZffsASl6YKYBg&ved=0CCcQ6AEwAA#v=onepage&q=Securitization%3A%20a%20new%20era%20in%20american%20finance&f=false>>. Acesso em: 20 jun. 2016.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 18. ed. Rio de Janeiro: Atual, 2011.

FREITAS, José Alexandre. O Administrador de Fundos de Investimento em Direito Creditórios. p.58-68 In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza jurídica dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

GAGGINI, Fernando Schwarz. **Securitização de Recebíveis**. 1. ed. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2003.

GAZONI, Pedro Luiz; MOLLEIN, Juan De. *Ratings* de operações estruturadas no Brasil. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

GORTON, Gary B.; SOULELES, Nicholas S. **Special Purpose Vehicles and Securitization**. University of Pennsylvania, Working Paper N° 05-21, set. 2005. Disponível em: <<https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:iqGa35IfJgIJ:https://philadelphiafed.org/research-and-data/publications/working-papers/2005/wp05-21.pdf+&cd=1&hl=pt-PT&ct=clnk&gl=br>> Acesso em: 20 jun. 2016.

KENDALL, Leon T. Securitization: A New Era in American Finance. p.1-2. In: FISHMAN, Michael J.; KENDALL, Leon T. **A Primer on Securitization**. Cambridge: The MIT Press, 1996. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=wj3ktnd9RIsC&pg=PA1&lpg=PA1&dq=Securitization:+a+new+era+in+american+finance&source=bl&ots=F1EdfwCOo5&sig=JwisOmV->>

aVprC8ATfmyum2uhtW8&hl=pt-PT&sa=X&ei=TDoPVbW6KZffsASl6YKYBg&ved=0CCcQ6AEwAA#v=onepage&q=Securitization%3A%20a%20new%20era%20in%20american%20finance&f=false>. Acesso em 20 jun. 2016.

KLEE, Kenneth N. e BUTLER, Brendt C. **Asset-Backed Securitization, Special Purpose Vehicles and Other Securitization Issues**. Disponível em: <http://www.ktblaw.com/media/publication/8_Asset-Backed%20Securitization.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2016.

KOHN, Meir. **The Capital Markets before 1600**. Dartmouth College, Department of Economics. Working Paper 99-06, fev. 1999. Disponível em: <www.dartmouth.edu/~mkohn/Papers/99-06.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2016.

LEITE, Cristiano da Cruz. O Papel do Advogado na Estruturação de Fundos de Recebíveis. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

LEMMON, Michael L.; LIU, Laura X.; MAO, Qinghao. The Use of Asset-Backed Securitization and Capital Structure in Industrial Firms: An Empirical Investigation. 22nd **Australasian Finance and Banking Conference 2009**, maio, 2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1460985>. Acesso em: 20 jun. 2016.

MANTOVANI, Pablo; SANTOS, Décio B. *Overview* da Securitização. p.103-104 In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

MATTES, Mauro; LIMA NETO, Lucas. Securitização de Ativos: Histórico e Estatísticas. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

NETTO, J.B.S; JABUR, R.P. Securitização, Cessão de Créditos e “*true sale*”. Gazeta Mercantil de 14/04/2004. apud MATTES, Mauro; LIMA NETO, Lucas. Securitização de Ativos: Histórico e Estatísticas. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

NORONHA, Ilene Patrícia. **Securitização de Recebíveis Mercantis**. São Paulo: Quartir Latin, 2010.

PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015.

ROQUE, Pamela Gabrielle Romeu Gomes. **Securitização de Créditos Vencidos e Pendentes de Pagamento e Risco Judicial**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2014.

SANTANA, Rogério de Araújo. **O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios como Alternativa de Financiamento: 2001–2005**. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia)

– Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Disponível em:
<http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=4030>. Acesso em: 20 jun. 2016.

SCHWARCZ, Stevens L. The Alchemy of Asset Securitization. **Stanford Journal of Law, Business & Finance**. v.1:133. p.133-154. Disponível em:
<http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1839&context=faculty_scholarship>. Acesso em 20 jun. 2016.

SCHWARCZ, Stevens L. **Securitization and Structured Finance**. 2011. Disponível em:
<http://www.masonlec.org/site/rte_uploads/files/SCHWARCZ_Encyclopedia-of-Financial-Globalization-Elsevier.pdf> Acesso em: 20 jun. 2016.

Legislação e Jurisprudência

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo CVM Nº RJ06/87. Cobrasma S.A. – CVM, Voto do Relator Lauro de Mendonça Gouvêa Filho. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano XXVI, n. 68, p. 98-100, out./dez. 1987.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 356, de 17 de dezembro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/300/inst356consolid.pdf>>.

Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst400consolid.pdf>>.

Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 444, de 08 de dezembro de 2006. (com as alterações introduzidas pela instrução CVM no 554/14) Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst444consolid.pdf>> .

Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst476consolid.pdf>>.

Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 489, de 14 de janeiro de 2011. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, FIC-FIDC, FIDC-PIPS e FIDC-NP. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst489.pdf>>. Acesso em:

20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 531, de 06 de fevereiro de 2013. Altera dispositivos da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001 e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst531.pdf>>. Acesso em:

20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst555consolid.pdf>>.

Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 558, de 26 de março de 2015. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst558.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Edital de Audiência Pública SDM nº 05/15. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html>. Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório de Audiência Pública SDM nº 05/12. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2012/sdm0512.html>. Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório de Audiência Pública SDM nº 10/14. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm1014.html>. Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório de Audiência Pública SDM nº 14/11. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1411.html>. Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processos Administrativos CVM nº RJ2006/6905 e RJ2007/0547. Rel. Marcelo Fernandez Trindade. julgado em 10 de julho de 2007, Rio de Janeiro, RJ, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0003/5436-0.pdf>>. Acesso em 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2009/9811. Rel. Eli Loria. julgado em 19 de outubro de 2010, Rio de Janeiro, RJ, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0007/7212-0.pdf>>. Acesso em 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2004/6913. Rel. Marcelo Fernandez Trindade. julgado em 04 de outubro de 2005, Rio de Janeiro, RJ, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0002/4682-0.pdf>> . Acesso em 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2005/6167. Rel. Marcelo Fernandez Trindade., Rio de Janeiro, RJ.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ-2005/739. Rel. Marcelo Fernandez Trindade. julgado em 25 de outubro de 2005, Rio de Janeiro, RJ, Disponível

em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0002/4679-0.pdf>>. Acesso em 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2004/6913. Rel. Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em 04 de outubro de 2005, Rio de Janeiro, RJ. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0002/4682-0.pdf>>. Acesso em 20 jun. 2016

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº. 2.907/01, de 29 de novembro de 2001. Autoriza a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2907_v1_o.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº. 103/68, de 10 de dezembro de 1968. Veda às sociedades de crédito, financiamento e às de tipo misto a constituição, administração ou gerência de fundos mútuos de financiamento, ou fundos de "acceptance" [...]. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1968/pdf/res_0103_v9_1.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Lei nº 11.101/2005, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm>. Acesso em 20 jun.2016.

BRASIL. Lei nº 4.728/1965, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm>. Acesso em 20 jun.2016.

BRASIL. Lei nº. 6.385/1976, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em 20 jun.2016.

BRASIL. Lei nº. 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. (Alterada pela Lei nº 10.303/2001, de 31 de outubro de 2001). Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em 20 jun.2016.

ESTADOS UNIDOS. Suprema Corte Norte Americana. REVES et al. VS. ERNST & YOUNG, 494 U.S 56 (1990) – Julgado da Suprema Corte Norte Americana em 1990; Disponível em: <www.supremecourt.gov>. Acesso em: 28 nov. 2014.

ESTADOS UNIDOS. Suprema Corte Norte Americana. CHIARELLA V. UNITED STATES, 445 U.S 222 (1980) – Julgado da Suprema Corte Norte Americana; Disponível em: <www.supremecourt.gov>. Acesso em: 28 nov. 2014.

ESTADOS UNIDOS. Suprema Corte Norte Americana. SECURITIES & EXCHANGE COMMISSION v. W. J. HOWEY CO. ET AL., 843 U.S (1946) – Julgado da Suprema Corte Norte Americana; Disponível em: www.supremecourt.gov. Acesso em: 28 nov. 2014.