



IBMEC SÃO PAULO
Faculdade de Economia e Administração

Rodrigo Evangelista da Cunha Maccheroni

O MERCADO DE FIDCS NO BRASIL.

São Paulo
2008

Rodrigo Evangelista da Cunha Maccheroni

O mercado de FIDCs no Brasil.

Monografia apresentada ao curso de Economia, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel do Ibmec São Paulo.

Orientador:
Prof. Dr. Aloísio Bueno Buoro – Ibmec SP

São Paulo
2008

MACCHERONI, Rodrigo.

O mercado de FIDCs no Brasil / Rodrigo Maccheroni. – São Paulo: Ibmecc, 2008.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Ibmecc São Paulo.

Orientador: Prof. Aloísio Bueno Buoro

Rodrigo Evangelista da Cunha Maccheroni

O mercado de FIDCs no Brasil.

Monografia apresentada à Faculdade de Administração de Empresas, do Ibmec
como parte dos requisitos para conclusão do curso de graduação em Economia.

EXAMINADORES

—
Prof. Aloísio Bueno Buoro
Orientador

—
Prof.
Examinador(a)

Prof. Dr.
Examinador(a)

Ao meu pai, Aloísio Maccheroni, um grande homem.

Agradecimentos:

Ao prof. Aloíso Bueno Buoro, meu orientador, pelo incentivo e confiança.

À minha família, pelo apoio incondicional.

Aos meus colegas do curso de Economia, por muitas coisas.

Aos meus colegas de trabalho, pelos ensinamentos práticos.

RESUMO

MACCHERONI, Rodrigo. O mercado de FIDCs no Brasil. São Paulo, 2008.
Monografia – Faculdades Ibmec.

No contexto de um mercado de títulos privados que começa a ganhar importância no Brasil, o presente trabalho visa evidenciar o potencial ligado ao crescimento do mercado FIDCs. A intenção é mostrar os principais instrumentos de securitização de recebíveis, ilustrar a origem de seus fundamentos, abordar suas utilizações e apontar o provável futuro para a indústria desse tipo de fundo, bem como o mecanismo pelo qual se dará a evolução do crédito, inserido no contexto de um novo método de captação de recursos, os FIDCs. Para mostrar a dinâmica, será utilizado um modelo de sistemas dinâmicos.

Palavras-chave: Securitização de Recebíveis; FIDC; Risco de Crédito.

ABSTRACT

MACCHERONI, Rodrigo. Receivables-Backed Investment Funds in Brazil. São Paulo, 2008. Monografia – Faculdades Ibmecc.

In the context of a growing private security market in Brazil, the present work aims at showing the potential related to the growth of receivables backed investment funds (FIDCs). It is the author's intention to show some of the main instruments of securitizing receivables, show the source of its fundamentals, as well as to approach its utilization and to show the probable future of the FIDCs along with the mechanism at which it is related to the credit markets development. For that purpose, it will be used a dynamic system model.

Keywords: Asset Backed Securities; FIDC; Credit Risk

Sumário.

1. Introdução

- 1.1 O mercado de títulos privados e os FIDCS no Brasil
- 1.2 Objetivo do trabalho
- 1.3 Justificativa do trabalho
- 1.4 Metodologia de Pesquisa

2. O risco de crédito

- 2.1 O risco e suas formas
 - 2.1.1 O risco de crédito e as implicações para os agentes financeiros

3. Evolução dos direitos creditórios.

- 3.1 Essência do Direito Creditório
- 3.2 Desconto de Duplicatas
- 3.3 Securitização de Recebíveis
- 3.4 FIDICS

4. FIDCS

- 4.1 A estrutura básica de um FIDC
- 4.2 O futuro dos FIDCs
 - 4.2.1 Principais determinantes de crescimento
 - 4.2.1.1 Consumo
 - 4.2.1.2 Estrutura recente de crédito no país
 - 4.2.1.3 FIDCs, crédito e consumo

5. A dinâmica da concessão de crédito

6. Considerações finais

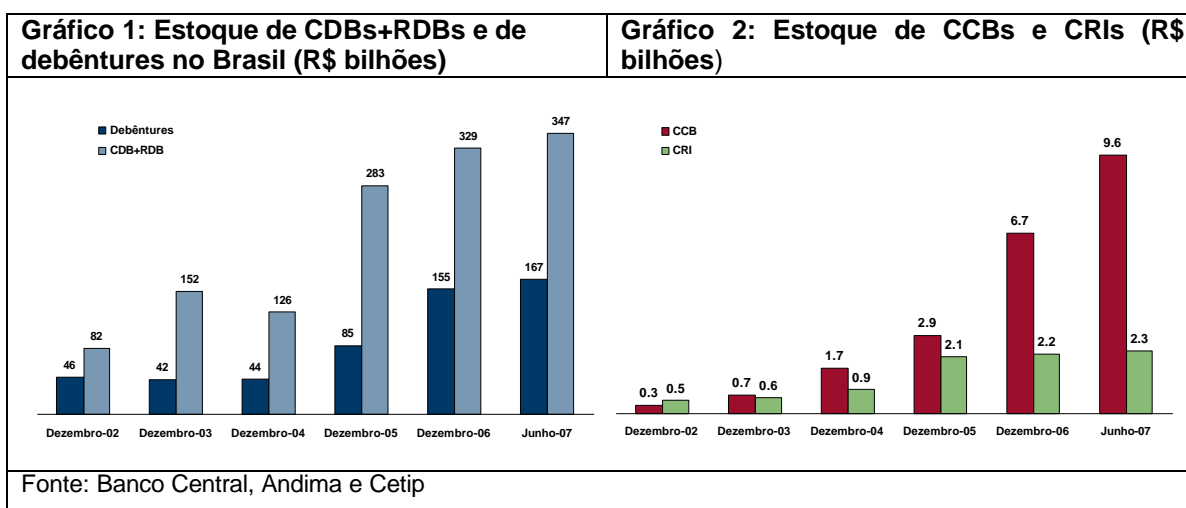
7. Referências Bibliográficas

1. Introdução.

1.1. O mercado de títulos privados e os FIDCS no Brasil

O mercado privado de renda-fixa no país, tem crescido a taxas elevadas nos últimos anos, sendo beneficiado não somente pela maior estabilidade macroeconômica do Brasil, mas também por mudanças de legislação que têm permitido o desenvolvimento de novas formas de crédito, como é o caso dos recebíveis.

O setor privado emite vários tipos de títulos no mercado doméstico, dentre eles: os certificados de depósito Bancário (CDB) e recibos de depósito bancário (RDB), as debêntures, as cédulas de crédito bancário (CCB), certificados de recebíveis imobiliários (CRI), cédulas de produtor rural (CPR) e os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC). Desses, os mais significantes são os CDBs/RDBs e as debêntures, mesmo que o estoque de outros títulos, especialmente as CCBs, CRIs e os FIDCS, venha crescendo e se tornando mais importante, como fica evidenciado na evolução do estoque de alguns títulos privados a seguir:



O mercado de títulos privados de renda fixa no Brasil possui um enorme potencial para crescimento. Os investidores estrangeiros têm ajudado a aumentar a liquidez no mercado secundário e têm ajudado a desenvolver novos instrumentos que ainda são pouco usados no Brasil, especialmente títulos

lastreados em créditos de recebíveis. Outra medida que pode contribuir ainda mais para o rápido desenvolvimento desse mercado, é uma possível extensão aos estrangeiros, da dedutibilidade de imposto de renda de investimentos em títulos emitidos pelo setor privado.

Nesse cenário extremamente benéfico, é interessante observar a importância dos FIDCS nos financiamentos do setor privado, especialmente pelo fato de que este instrumento democratiza o acesso a um crédito mais barato por parte de empresas de porte médio e em menor medida, nas empresas de pequeno porte.

1.2 Objetivo do trabalho

No contexto de um mercado que começa a ganhar importância no Brasil, o presente trabalho visa evidenciar o potencial ligado ao crescimento do mercado de títulos privados, em especial os FIDCs. A intenção é mostrar os principais instrumentos de securitização de recebíveis, ilustrar a origem de seus fundamentos, abordar suas utilizações e apontar o provável futuro para a indústria desse tipo de fundo, bem como o mecanismo pelo qual se dará a evolução do crédito, inserido no contexto de um novo método de captação de recursos, os FIDCs. Para mostrar a dinâmica, será utilizado um modelo de dinâmica de sistemas.

1.3 Justificativa do trabalho.

A constituição dos FIDCs através da resolução nº 2907/01 do CMN e regulamentados pela Instrução CVM 356/01, torna os FIDCs, instrumentos financeiros relativamente novos no Brasil (2001).

Nos Estados Unidos, o início de sua utilização remonta a 1960, quando a securitização dos recebíveis era lastreada em hipotecas imobiliárias. De acordo com David (1997), naquele país, a evolução dos chamados ABS (asset backed securities) se encontra em nível avançado, e hoje os títulos são lastreados em ativos como empréstimos estudantis, vendas de tickets, prêmios de seguros e uma extensa lista de outros ativos.

Pelo fato da indústria de FIDCs e a securitização de recebíveis ser ainda incipiente, deve-se observar os principais indutores do crescimento da mesma, bem como atentar para os principais mecanismos pelo qual se dará a sua evolução. Para atender aos propósitos destacados acima, será utilizado um modelo de dinâmica de sistemas, ligando os determinantes de crescimento do crédito aos FIDCs.

1.4 Metodologia de Pesquisa.

A metodologia de pesquisa empregada no presente trabalho será baseada em pesquisa bibliográfica, periódicos e sítios na internet.

2. O risco de crédito

2.1. O risco e suas formas

O Risco, que se configura como parte fundamental nos temas abordados nesse trabalho, é definido pelo dicionário Michaelis como a “Possibilidade de perigo, incerto, mas previsível, que ameaça de dano a pessoa ou a coisa”. Portanto, refere-se à probabilidade, determinável ou não, de que algum evento de características desfavoráveis ocorra.

De acordo com os autores Robert S. Pindyck e Daniel L. Rubinfeld (Microeconomia. 5ª edição, página 155) “As pessoas diferem em sua disposição a assumir riscos”. Basicamente, para assumi-los, diferentes pessoas exigem retornos diferentes; o que pode ser derivado de modo intuitivo: Fundamenta a teoria econômica que um indivíduo só faria um investimento se obtivesse com ele um retorno (prêmio pelo risco) adequado ao tipo de risco que percebe em uma atividade.

Segundo a mesma obra, página 156:

“Premio do risco é a soma máxima em dinheiro que uma pessoa que tem aversão ao risco pagaria para evitar assumir um determinado risco. A

magnitude do prêmio do risco em geral depende das alternativas de risco com que se defronta tal pessoa (ou agente)”.

Em linhas gerais, uma organização é formada por um conjunto de pessoas. Dado que uma determinada organização objetiva a obtenção de lucros econômicos, ela deve realizar seus processos obtendo com eles sobras suficientes para remunerar seus investidores pelo risco assumido (prêmio de risco - ao menos no longo prazo) e deve ainda continuar tendo os recursos para investimento necessários à operação. Se isso não ocorrer, os investidores racionalmente procurarão substituir aquele investimento por outro de risco similar, porém que lhes traga o retorno pretendido para uma atividade com aquele grau de variabilidade de retorno como fundamenta o conceito acima.

Com tudo dito até este ponto, fica evidenciado que o risco e a sua gestão são importantes para as empresas, bem como para os agentes do mercado financeiro. Ambos lidam com uma variedade muito grande de situações que podem gerar variabilidade dos seus resultados e com a qual tentam conviver diariamente. De certa feita, a maioria dessas situações podem ser classificadas em grandes grupos de riscos como se mostra a seguir:

- **Risco de Negócio:** estes são oriundos da própria operação, ou seja, são aqueles que não dependem de fatores sistemáticos para oferecer possíveis variabilidades indesejadas ao negócio. São riscos que uma empresa, por exemplo, inserida em um determinado mercado e que nele detém expertise para entender e provisionar consegue prever. Uma empresa produtora de laranjas, por exemplo, tem conhecimento suficiente desse mercado para prever com acurácia (melhor que a média das demais empresas) quebras de safra em seu mercado.
- **Risco sistemático:** é parte do risco que tem correlação com o movimento do mercado como um todo. Um bom exemplo é o aumento de preços de produtos com relação à subida do Dólar americano no

Brasil, para aqueles casos em que se depende de matéria prima importada. Com a subida da cotação da moeda, a matéria prima para produção dos bens desejados também sobe, embora não haja nada que uma empresa com conhecimento no mercado de sapatos possa fazer a respeito, depois disso haver ocorrido. Esses riscos podem ser mitigados com o uso dos mercados derivativos por exemplo.

- **Risco operacional:** riscos operacionais provêm de erros humanos e de tecnologia ou estão relacionados com fatores ligados à produção ou gerência de um negócio. São evitáveis em sua maioria, mas acontecem devido a falhas nos elos da cadeia. Por vezes também são reconhecidos como riscos de perdas inerentes como acidentes ou incêndios.
- **Riscos de Liquidez:** representa o risco de uma operação poder ser desfeita depois de montada. Basicamente, é quão rápido uma empresa ou um banco pode liquidar sua posição em um mercado vendendo maquinário, fábricas ou quaisquer outros ativos necessários.
- **De crédito:** Deriva da possibilidade de uma das partes não conseguir cumprir suas obrigações contratuais por falta de recursos financeiros ou ativos. Basicamente é a probabilidade de uma organização ficar inadimplente em suas obrigações. O risco de crédito será abordado em maiores detalhes na próxima sessão.

Os riscos sistemáticos podem ser diminuídos ou perfeitamente eliminados com o uso de contratos derivativos e seguros. O risco operacional pode ser mitigado através de melhorias de processos, e administrados por profissionais de *compliance*. Os riscos de crédito também podem ser transferidos e administrados de forma conveniente por meio dos derivativos de crédito. Os demais, contudo, são mais difíceis de serem mitigados.

2.2.1. O risco de crédito e suas implicações para os agentes financeiros

O risco de crédito, especificamente para os bancos, de certa maneira se confunde com o risco de negócio (nas operações de empréstimo, por exemplo) e não é facilmente mitigado. Segundo Securato (2002), por mais que as instituições sejam competentes quanto às suas avaliações com relação a conceder ou não crédito para um determinado cliente, o resultado de uma operação de crédito só será conhecido em seu vencimento, quando o acordo for cumprido ou não pela contraparte. Assim, a condição de risco associada a operações de crédito é derivada destas condições de incerteza.

Neste contexto, nasceram agências classificadoras (agências de *rating*) independentes, que a partir de um conjunto de determinados parâmetros previamente selecionados busca classificar o risco de crédito de determinado cliente. Como o reconhecimento dessas agências depende exclusivamente da disposição de um investidor em acreditar em seu julgamento, as agências de crédito devem se basear em princípios sólidos de independência, transparência e objetividade, para que possam gozar de credibilidade.

Segundo Choudhry (2004) há dois tipos básicos de risco de crédito aos quais pode se expor determinada operação. Estes são o risco de *default* de crédito e o risco de *spread* de crédito. Michel Crouhy parece concordar com esta definição:

Risco de crédito é o risco de que uma mudança na qualidade do crédito de uma contraparte afetará o valor da posição de um banco. Inadimplência, quando uma contraparte não quer ou não pode cumprir com suas obrigações contratuais, é o caso extremo; no entanto, bancos também estão expostos ao risco de que a contraparte sofra pode sofrer rebaixamento por parte de uma agência classificadora.

Assim, convém que o risco de *default* de crédito e o risco de *spread* de crédito sejam discutidos a seguir:

Risco de Inadimplência ou default: basicamente trata-se do risco de que a contraparte de uma operação de crédito por alguma razão encontre-se impossibilitada de arcar com suas obrigações. Esta situação é conhecida como

inadimplência ou default. Nestas ocasiões, a parte que possui o direito creditório incorrerá tipicamente em uma perda igual ao capital emprestado subtraído de alguma taxa de recuperação. Esta taxa de recuperação, usualmente expressa em percentagem do valor total, provém geralmente de recursos jurídicos impetrados pelo credor.

Como apresentado, a medida de risco de default geralmente é dada por um *rating* de crédito atribuído por uma agência classificadora independente.

Risco de spread: pode ser entendido como o prêmio extra pago pelo devedor em uma operação creditória acima de títulos considerados livres de risco, que os investidores demandam por assumir certa exposição a riscos de crédito. Este excesso de prêmio com relação a títulos livres de risco é o que chamamos de *spread*.

As agências classificadoras têm papel importante também neste tipo de risco. Quanto melhor for a classificação atribuída a uma organização, menor será o *spread* que os investidores irão demandar para se expor a seus riscos de crédito.

3. Evolução dos direitos creditórios.

3.1. Essência do Direito Creditório.

Qualquer direito creditório advém básica e intuitivamente de dois elementos. O primeiro dos quais, revelado pela própria etimologia da palavra crédito (que provém de *creditum* ou *credere*, e significa confiança), reside no fato de que o credor entrega determinado bem ao devedor baseado na confiança de que o último o pague no prazo e condições acordadas. O segundo elemento é o tempo, dado que a atividade de conceder crédito pressupõe prazo, durante o qual o devedor poderá utilizar determinado ativo em benefício próprio, se comprometendo a pagar de alguma maneira por este benefício em uma determinada data futura.

Segundo Bulgarelli (1994), podem ser apontadas três acepções para o crédito:

- Moral: Esta advinda da crença demonstrada pelo credor em que o acordo inicial seja cumprido, ao concordar em entrar em determinada operação de crédito.
- Econômica: Esta, apresentando duas concepções. A primeira das quais que trata do ponto de vista do beneficiário do crédito, entendida como gozo de determinada riqueza econômica. A segunda das quais, simplesmente, entende o crédito como a troca de determinado bem no presente por outro no futuro.
- Jurídica: A qual reside no direito à prestação do devedor.

Fundamentando-se assim o direito creditório pode-se entender a origem do direito do credor de “exigir o que lhe é devido sob qualquer causa”.¹

(títulos de Crédito- Bulgarelli, Waldirio, pag19.)

3.2. Desconto de Duplicatas.

O Código Comercial prevê, em seu artigo 219, que nas vendas por atacado, o vendedor é obrigado a extrair, em duas vias, uma relação das mercadorias vendidas, as quais devem ser assinadas pelas partes contratantes. Este documento, ao qual chamamos fatura, não é mais do que a nota descritiva dessas mercadorias ou serviços.

Caso o credor queira utilizar ou antecipar o crédito proveniente da relação comercial, deverá buscar o endosso (ou aceite) do devedor. Uma fatura, quando expressamente aceita pelo comprador, transforma-se em uma obrigação, representativa da dívida, líquida e certa. Cria-se então um título de crédito conhecido como duplicata comercial, ou duplicata de fatura.

Assim, o Desconto de Duplicatas nada mais é do que uma espécie de uma linha de crédito ou cessão de crédito destinada a antecipar fluxos de caixa da empresa, mediante desconto de Duplicatas de Venda Mercantil ou de Prestação de Serviços. Neste processo, o banco antecipa à empresa o valor da duplicata,

¹ BULGARELLI, Títulos de crédito. 1994. pág. 19.

aplicando um desconto sobre o valor nominal do referido título, em geral, não assumindo o risco pelo seu pagamento. Caso o devedor do título, por alguma razão, falhe em cumprir com sua obrigação e não pague o título no seu vencimento, o banco estará autorizado a debitar na conta corrente da empresa o valor nominal do título em questão.

Assim, em outras palavras, o desconto de duplicatas é um dos processos pelos quais a empresa transforma seus direitos creditórios em caixa. Analisaremos outros processos semelhantes, bem como suas propriedades e benefícios às empresas e instituições financeiras na próxima sessão, a qual tratará de securitizações de recebíveis.

3.3 Securitização de Recebíveis

A securitização de recebíveis é basicamente um modo de uma empresa obter recursos à vista por meio da cessão de seus créditos a prazo. Basicamente a empresa separa em seu balanço ativos que “repassará” ao mercado em troca de dinheiro à vista concedido com uma taxa de desconto. Como a operação tem os títulos recebíveis em garantia a empresa pode fazer isso sem comprometer o seu limite de crédito junto aos credores e sem prejudicar os seus índices de endividamento de balanço.

Se bem sucedida as vantagens significativas desse tipo de estrutura para a empresa são:

- Melhora dos indicadores financeiros da instituição;
- Garantia de financiamento para os clientes, mesmo que a empresa esteja em dificuldades, o que causa impacto nas vendas;
- Recursos financeiros a custos menores e prazos maiores;
- Não utilização do limite bancário.

Antes de partir para a estruturação desse tipo de operação é importante entender o que são recebíveis. Recebíveis são direitos de crédito que foram gerados pela empresa e serão vendidos à vista. Uma empresa com muitos títulos

desse tipo, pulverizados por todo o mercado, pode agregá-los em uma carteira de recebíveis.

Essa carteira será vendida pela empresa a uma sociedade de propósito específico (SPE), criada por ela mesma ou pelo banco estruturador, para isolar legalmente esses fluxos de caixa futuros do restante da empresa. Assim que se extingue seu propósito esse tipo de sociedade se extingue automaticamente.

Essa SPE emite debêntures em seu nome como forma de angariar recursos para comprar os recebíveis de curto prazo da empresa. Como debêntures são, geralmente, operações mais longas e os recebíveis de vendas são mais curtos, se o objetivo for o alongamento de uma dívida, é por meio dessas debêntures que se dará o processo.

A quantidade de recebíveis atrelados aos acordos são em geral o suficiente para cobrir o prêmio pago pelas debêntures os custos da operação e um possível risco de inadimplência. Assim, basicamente o que acontece é que a empresa lançadora da estrutura, então, terá dinheiro em caixa descontado a uma taxa previamente acordada.

Isolados, esses fundos não tem qualquer risco estrutural. Se a empresa “quebrar” no curto prazo, os fluxos ficam seguros dentro da estrutura; o que fará com que os investidores finais da SPE continuem a receber os fluxos de caixa a que tem direito. Assim a estrutura é muito mais segura. No caso de falência da empresa, esses recursos não entram na massa falida dado que foram adquiridos pela SPE.

Diferentes tipos de itens podem servir, segundo Fortuna (2005), como lastro de uma securitização de recebíveis: faturas de cartão de crédito, recebimento de pedágios, mensalidades escolares, dentre outros.

A operação geralmente é avaliada por um auditor independente para ser validada. Basicamente, este mede a probabilidade de *default* da carteira de recebíveis da empresa.

Do ponto de vista dos Investidores a securitização é interessante pelo seu risco diluído, pelo fato de se tratar de uma aplicação de longo prazo e pelo fato de

apresentar margens adequadas de cobertura de na forma de colaterais. Observa-se abaixo, algumas das vantagens e desvantagem das SPEs:

Riscos da securitização percebidos pelos investidores	
Vantagens	Desvantagens
Maiores retornos	Risco político/legal
Segurança	Risco de opinião de especialista
Diversificação da carteira	Risco de fraude
Grande variedade de perfis de investimento	Risco de amortização antecipada ou pré-pagamento

Fonte: Moody's, autor

A primeira operação realizada no Brasil através dessa estrutura teve como banco organizador o JP Morgan. Foram estruturados os recebíveis da empresa Mesbla através da Mesbla Trust, uma SPE. Apesar de a Mesbla ter pedido concordata a Mesbla Trust conseguiu honrar todos os pagamentos cobrando as dívidas dos clientes da antiga Mesbla.

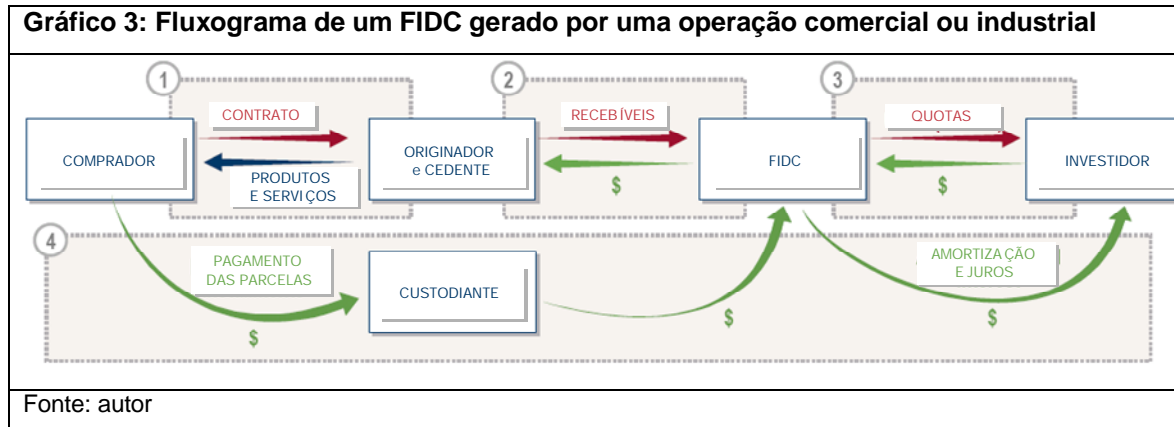
3.4 FIDCs

Os Fundos de Investimento em Diretos Creditórios (FIDC), também conhecidos como fundos de recebíveis foram criados através da Resolução nº 2907/01 do CMN e regulamentados pela Instrução CVM 356/01, com posterior redação dada pela Instrução da CVM 393/03. Pode ser considerado como FIDC a gestão de recursos que aplica parcela superior a 50% do patrimônio líquido na aquisição de direitos creditórios. Discute-se a seguir, as principais características dos Fundos de Recebíveis.

4. FIDCS

4.1 A estrutura básica de um FIDC

Um fundo de investimento em Direitos Creditórios (FIDC) é um fundo que investe pelo menos, 50% de seu patrimônio líquido em créditos de recebíveis derivados de operações dos segmentos: financeiro, comercial, industrial, imobiliário, hipotecário, de leasings, provisões de serviços entre outros. Em geral, o FIDC adquire recebíveis originados em diversas operações de crédito e os vende para investidores na forma de cotas do fundo. O gráfico 3 dá uma visão da estrutura de um FIDC.



Os FIDCs são regulamentados pela CVM e não possuem personalidade jurídica, e sendo assim, o fundo não pode emitir dívida e dessa forma, todo o patrimônio líquido pertence aos quotistas. Ao mesmo tempo, por não possuírem personalidade jurídica, apresentam diferenciação na tributação quando comparados com as securitizações de recebíveis através de uma Sociedade de Propósitos Específicos, SPEs, que são tratadas como pessoas jurídicas e, portanto, possuem uma tributação mais elevada. Algumas diferenças podem ser observadas na tabela abaixo:

Características	SPE	FIDC
Lei Federal específica	Não	Não
Regulamentação específica na CVM	Não	Sim
Emissão de títulos de renda fixa	Sim	Não
Tipos de títulos	Debêntures	Quotas
Imunidade à falência do originador	Sim	Sim
Tratamento fiscal	Desfavorável	Ótimo

Fonte: Moody's, autor

Os fundos são classificados em duas principais categorias:

- Abertos - Os quotistas podem pedir o resgate de suas cotas a qualquer momento, respeitando o período de carência especificado na regulação de cada fundo; e
- Fechados – Nos fundos fechados, o resgate das cotas só pode ser efetuado no dia do término do prazo do fundo, ou, em casos especiais devido à liquidação antecipada do fundo. Também existe a possibilidade de amortização das cotas durante a vigência do fundo, de acordo com as regras pré-estabelecidas pelo fundo, ou através da decisão dos quotistas em assembléia.

Existe ainda a classificação das classes das cotas, como visto a seguir:

- Sênior – Os quotistas têm a preferência na amortização, resgate e nos rendimentos do fundo.
- Subordinada – Esse tipo de cota é subordinada às cotas da classe sênior, tanto em termos de amortização, resgate e nos rendimentos do fundo. Os quotistas dessa classe (subordinada), somente receberão a amortização ou o resgate de suas cotas, depois que os investidores da classe sênior foram totalmente remunerados.

Em outras palavras, o retorno total do fundo deverá ser usado inicialmente para assegurar o pagamento dos quotistas seniores do fundo. O valor da cota sênior é calculado como o menor valor entre:

- (i) O patrimônio líquido total do fundo dividido pelo número total de cotas seniores; ou

- (ii) O valor de mercado da cota no dia anterior, corrigido pelo retorno-alvo estipulado (benchmark). Deve-se observar que, o benchmark não necessariamente representa uma promessa ou uma garantia de rentabilidade para o fundo, mas serve somente como um parâmetro para definir qual proporção do patrimônio líquido do fundo será destinado aos quotistas seniores na ocasião de uma amortização ou no evento de um resgate.

Na prática, dependendo da qualidade dos recebíveis que compõem o fundo, e dependendo do nível de garantias colaterais do mesmo, a divisão entre as quotas seniores e as subordinadas pode variar. É interessante notar que, as cotas subordinadas permitem a aplicação, a amortização e o resgate na forma de direitos creditórios, ao passo que as seniores só podem no caso de haver a liquidação antecipada do fundo. Esse instrumento, permite que as empresas originadoras dos créditos fiquem quotistas subordinados dos fundos, permitindo que os bancos estruturadores repassem para os investidores somente as cotas seniores, o que facilita a captação e toda a operação.

O valor das cotas subordinadas é calculado por uma forma de balanço do patrimônio líquido, subtraído da porção relativa à quantidade total de cotas seniores, dividido pelo número total de cotas subordinadas. Em outras palavras, o quotistas subordinados só serão remunerados se o patrimônio líquido do fundo for positivo, depois de atender todos os requisitos das cotas seniores. Vemos o cálculo a seguir (tabela 3):

Tabela 3: Cálculo das cotas de um FIDC	
$V_{sub} = \frac{\text{Patrimônio Líquido} - N_{sen} V_{sen}}{N_{sub}}$	
$N_{sub} =$	Quantidade de cotas subordinadas
$V_{sub} =$	Valor da cota subordinada
$N_{sen} =$	Quantidade de cotas sêniores
$V_{sen} =$	Valor da cota sênior
Fonte: autor	

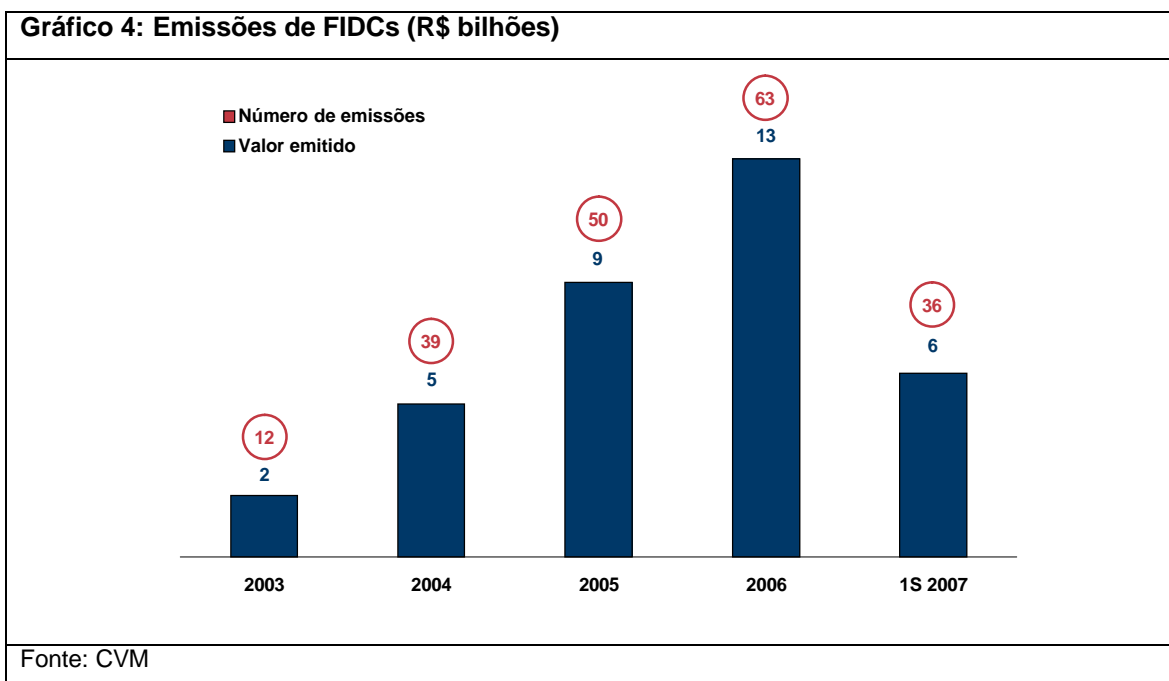
Se o retorno do fundo for abaixo do alvo estabelecido (que é geralmente definido como uma porcentagem da taxa DI ou porcentagem acima de algum índice de inflação), os quotistas seniores terão o retorno maior garantido pelos recursos injetados pelos quotistas subordinados. Como visto anteriormente no tópico sobre risco, o quotista sênior está menos exposto ao risco e, conseqüentemente, possui um retorno esperado menor do que o do quotista subordinado, que possui maior risco.

Só poderão ser quotistas de FIDC, os investidores que são caracterizados como investidores qualificados, ou seja, conforme definido pela CVM, são os investidores do tipo pessoa física que possuem aplicações acima de R\$ 250 mil, ou para os investidores institucionais e pessoas jurídicas, aqueles que possuem patrimônio acima de R\$ 5 milhões. Vemos na tabela 4, as principais características de um FIDC:

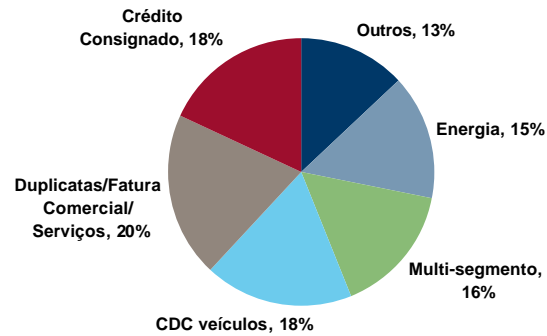
Tabela 4: Principais características de um FIDC	
Nome Oficial	Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC)
Resgates Antecipados	Só em fundos abertos. Nos fechados o resgate só pode ser efetuado ao término do prazo do fundo
Cotas	Pode conter duas classes de cotas, sênior e subordinada.
Cota Sênior	Têm preferência para resgate e rendimento
Cota subordinada	Cede o direito de preferência para efeito de amortização ou resgate para a cota sênior
Negociação das cotas	Bolsas de valores ou mercado de balcão
Composição da carteira	No mínimo 50% dos recursos devem ser investidos em direitos creditórios e o saldo em títulos de emissão do Tesouro Nacional, Banco Central, Estados e Municípios, CDBs, RDBs, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa de boa classificação
Rating	Obrigatório, contratado por agência de classificação de risco de crédito do país, que devem fazer a revisão trimestral da qualidade dos recebíveis
Tributação	Para os cotistas imposto de renda, incidência na fonte
Custo	Todo custo de estruturação, gestão e distribuição do FIDC deve ser debitado nas cotas subordinadas
Legislação	Instrução CVM 356 (17/02/01) e 393 (22/07/03) que modifica; Resolução Bacen 2907 (29/11/01); Resolução Bacen 2922 (17/01/02)

Fonte: Moody's, autor

No Brasil, o primeiro FIDC foi criado em setembro de 2002, lastreado por recebíveis de créditos consignados em folhas de pagamentos de funcionários civis. Desde então, o volume de emissões tem aumentado de forma significativa. De acordo com a Andima, em julho de 2007, o patrimônio líquido de FIDCs no Brasil era da ordem de R\$ 24,5 bilhões e, desses, aproximadamente 84.5% eram de fundos fechados. Podemos ver a evolução das emissões dos fundos no gráfico abaixo:



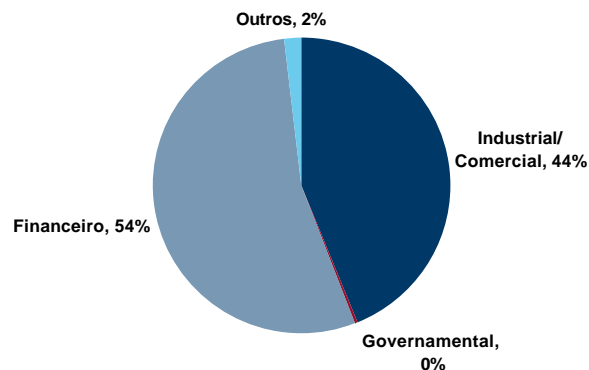
Atualmente, a maior parte dos FIDCs são lastreados por recebíveis de vendas de produtos ou provisões de serviços, acompanhados de perto pelos fundos lastreados por recebíveis de empréstimos com crédito consignado e de leasing de veículos como podemos observar no gráfico que se apresenta abaixo, no gráfico 5:

Gráfico 5: Perfil do estoque de FIDCs por tipo de recebível

Tamanho do portfólio: R\$ 24,5 bilhões (em julho de 2007)

Fonte: CVM

Como são operações de implementação relativamente fácil, os FIDCs devem se estabelecer como uma forma de financiamento alternativo para grandes, médias empresas e, em menor escala, mas não menos importante, uma alternativa para as pequenas empresas. As cotas dos FIDCs abertos podem ser negociadas no sistema eletrônico da Cetip e no BovespaFix. Em julho de 2007, o volume médio negociado conjuntamente nos dois mercados foi de aproximadamente R\$ 234 milhões. Aproximadamente 44% do estoque de FIDCs foi emitido por empresas do setor comercial ou industrial e 54% são provenientes de emissões do setor financeiro.

Gráfico 6: Perfil do estoque de FIDC baseado no setor originador do recebível

Tamanho do portfólio: R\$ 24,5 bilhões (em julho de 2007)

Fonte: CVM

4.2 O futuro dos FIDCs

4.2.1 Principais determinantes de crescimento

Pode-se separar dentre muitos, alguns dos principais determinantes para o evolução do tamanho e do perfil do estoque de FIDCs no Brasil, no futuro. Ressalta-se nesse trabalho a importância do consumo e do crédito, que serão analisados com maior detalhamento a seguir.

4.2.1.1 Consumo

De acordo com o relatório de inflação do Banco Central (março 2008, pág. 26), “o consumo das famílias segue apresentando expansão relevante, trajetória consistente com a expansão do mercado de crédito e as melhores condições no mercado de trabalho, e que deverá prosseguir no atual cenário de sustentabilidade do crescimento da economia”, ou seja, o consumo das famílias será um dos principais fatores determinantes do crescimento do PIB no Brasil. Desde 1991, quando se inicia a série das Contas Nacionais, o consumo das famílias só se expandiu por mais de um ano em ritmo expressivo no ciclo que engloba o Plano Real e no atual. Isso é uma evidência de que o atual ciclo de crescimento do consumo é mais sustentável do que todos os demais desde a década de 70 e, em particular, o ciclo correspondente ao início do Plano Real.

O ciclo que inclui o Plano Real se estendeu por 12 trimestres. O ciclo atual se iniciou no terceiro trimestre de 2003 e já perdura por 18 trimestres. Uma das principais diferenças entre os dois ciclos é o gradualismo: a maioria dos fatores da demanda doméstica (como o crédito e rendimento real) tem evoluído de forma mais gradual no ciclo atual do que no ciclo do Plano Real.

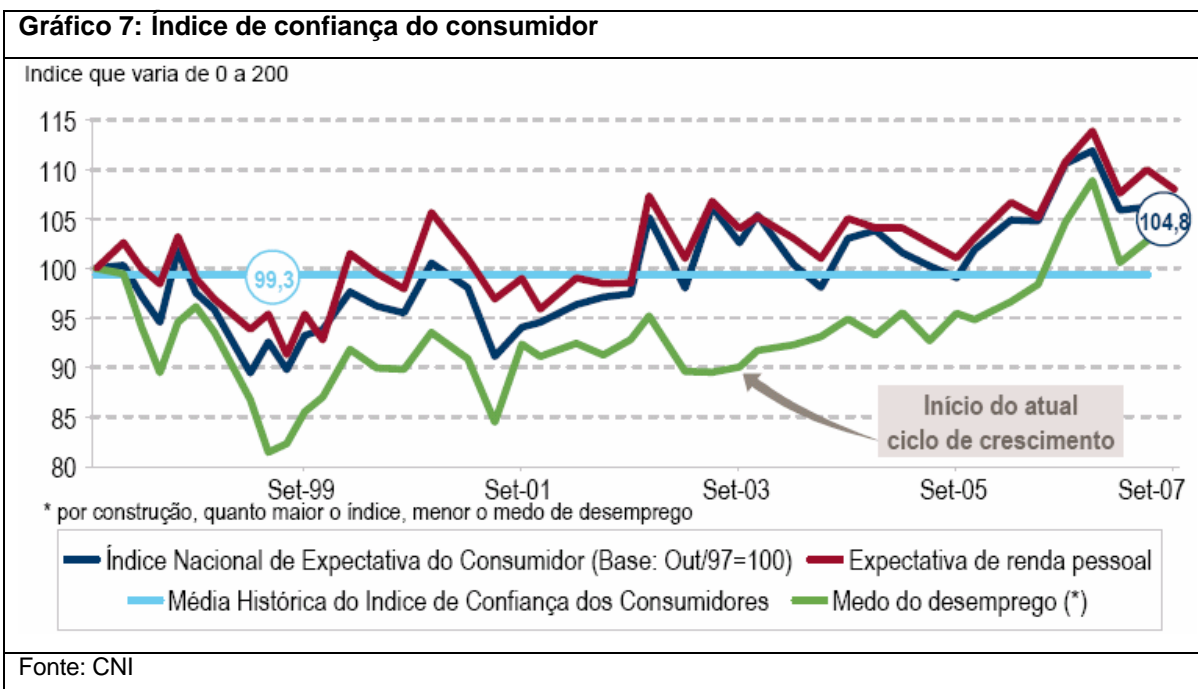
De acordo com Gomes (2004), existem indícios de que o consumo no Brasil possui um componente cíclico definido, flutuando conforme a evolução da renda. A falta de acesso ou o acesso restrito ao crédito por parte expressiva dos consumidores são as explicações mais aceitas para isso. De forma diferente do que sugere a Teoria da Renda Permanente, no Brasil existem flutuações cíclicas do consumo, o que contraria a idéia de os consumidores suavizarem o consumo

ao longo da vida. Essa evidência empírica, juntamente com as condições atuais do ciclo de crescimento, sugerem que há duas razões pelas quais as perspectivas para o consumo são favoráveis: contínua elevação da renda, forte aumento do crédito bancário para pessoas físicas.

O índice de Basiléia (razão entre o patrimônio líquido e os ativos ponderados pelo risco) leva a crer que há espaço e incentivos para os bancos continuarem aumentando a oferta de crédito nos próximos anos. O índice mínimo exigido pelo órgão regulador é de 11%, e, no entanto, o índice dos quatro maiores bancos brasileiros (Banco do Brasil, Bradesco, Itaú e Unibanco) estava, em média, em 16,6% em maio de 2007, significativamente acima do limite.

Do lado da demanda por crédito, além da recuperação da renda real, desde novembro de 2005 observa-se a permanência da confiança do consumidor na zona de otimismo. A manutenção da confiança do consumidor em patamar elevado reflete, em grande parte, o aumento da previsibilidade na economia brasileira. A melhor capacidade de projetar cenários para o futuro está contribuindo bastante para elevar o apetite ao risco e a alavancagem das famílias, favorecendo o consumo.

A confiança dos consumidores se mantém elevada, o receio de perda de emprego permanece em patamar baixo e há expectativa de significativo aumento da renda pessoal, como pode ser visto no gráfico 7. De acordo com Carroll (1997), modelos para outros países sugerem que a expectativa de desemprego do consumidor é mais importante para explicar as suas decisões de consumo do que a sua confiança de forma geral e a sua expectativa em relação à sua própria renda no futuro. Nesses casos, a expectativa de desemprego traduz o grau de incerteza envolvido na decisão de consumo e as perspectivas para a economia no futuro. Ou seja, o fato de o índice de medo de desemprego (quanto maior o índice menor o medo de desemprego) se encontrar em patamar elevado indicaria uma maior propensão a consumir.

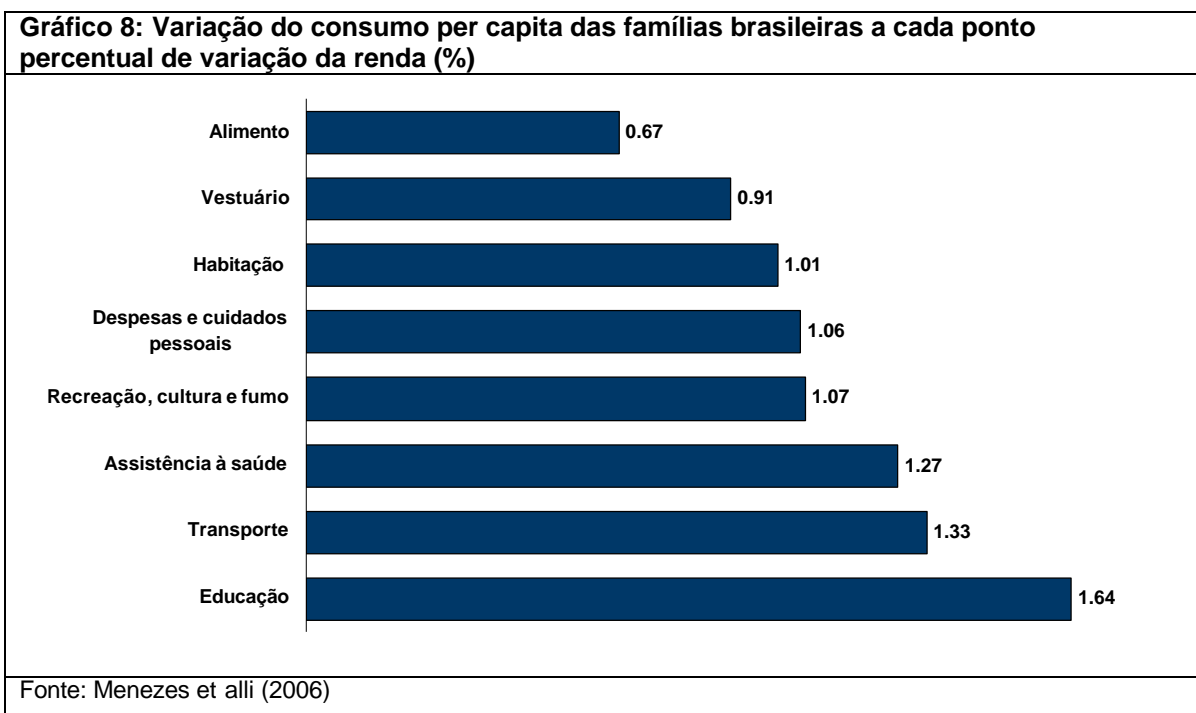


Um indicador de distribuição de renda, o índice de Gini, revelou redução da desigualdade desde 2003, passando de 0,545 para 0,535 em 2004, 0,532 em 2005 e 0,528 em 2006. Uma vez que as pessoas que ganham menos normalmente gastam maior parcela do seu rendimento com consumo, a redução da desigualdade tende a elevar a propensão média das famílias a consumir.

O que se viu no passado, é que os fatores que levaram à forte desaceleração ou à contração do consumo das famílias foram: crises no balanço de pagamentos; mudanças na condução da política econômica; e crise de infraestrutura. Esses riscos têm baixa probabilidade de acontecerem nos próximos anos. Os dois principais seriam uma forte e prolongada deterioração no cenário externo e um racionamento de energia elétrica.

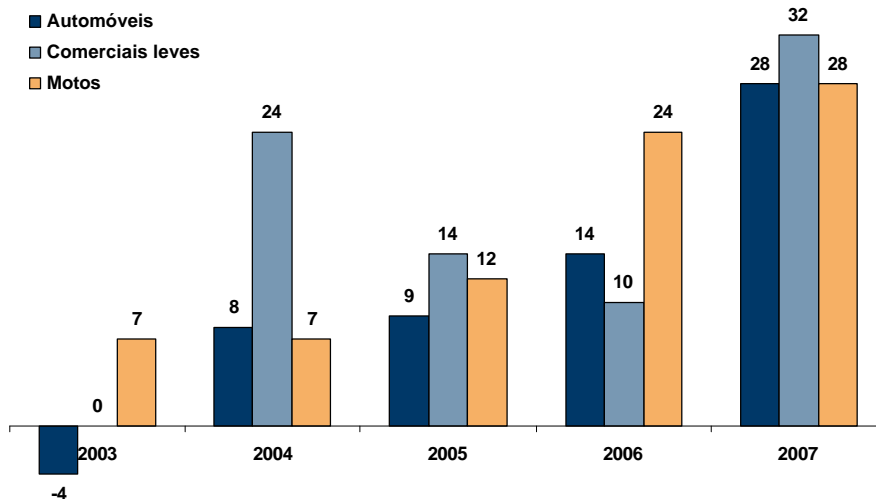
Visto acima que existem indícios que mostram que ocorrerá crescimento do consumo, vale olhar de que forma ele se dará. As boas perspectivas para o consumo refletem de forma diferente sobre a demanda de bens e serviços. Dois fatores contribuiriam para alguns segmentos terem melhores perspectivas em comparação com os demais: expansão do crédito e a mudança de hábito dos consumidores. Essencialmente, a mudança no hábito dos consumidores se justifica por alterações socioeconômicas e demográficas.

As mudanças socioeconômicas e demográficas e a estabilidade econômica contribuirão para gradual alteração no padrão do consumo das famílias nos próximos anos. Menezes et alli (2006) calcularam as elasticidades renda do consumo de grupos de produtos e sugerem que o aumento da renda, por exemplo, se traduz em crescimento maior dos gastos com Educação e Assistência à Saúde e menor com Alimentos e Vestuário. No gráfico 8, vemos alguns dos principais grupos:



Um grupo, que do ponto de vista do mercado de FIDCs deve ser observado é o de Transportes, em que se destaca o forte crescimento do consumo doméstico de automóveis, comerciais leves e motos, como visto na evolução das vendas de automóveis no gráfico 9. A demanda por esses bens duráveis tem reagido significativamente ao aumento da renda, da confiança e da disponibilidade de crédito.

Gráfico 9: Vendas de automóveis, comerciais leves e motos no mercado doméstico – contra mesmo período do ano anterior (%)



Fonte: Anfavea, Abraciclo

Nos últimos anos, as condições de financiamento para a compra de automóveis têm melhorado muito, contando inclusive com a participação de FIDCs, como é o caso dos fundos da OMNI, por exemplo, e que têm levantado significativos recursos para o financiamento de automóveis. O prazo máximo dos financiamentos bancários para a compra de veículos alcança 84 meses, contra 48 meses em 2003. O prazo médio dos planos mais usados foi de 42 meses em setembro último, ante 34 meses em 2003. O financiamento bancário para a aquisição de veículos se elevou de R\$ 27 bilhões em julho de 2003 para R\$ 78 bilhões em outubro último, com a taxa de inadimplência média permanecendo relativamente estável em torno de 3,1% nesse período.

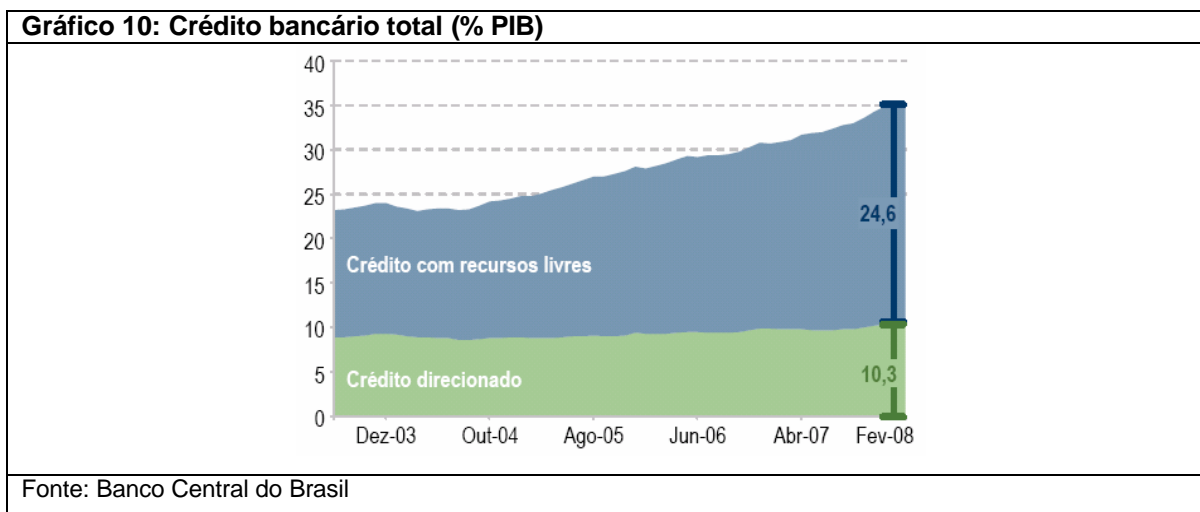
Dado os conceitos de risco de crédito e securitização de recebíveis apresentados anteriormente, vê-se no financiamento de veículos uma boa oportunidade para a emissão de fundos de recebíveis, já que a taxa de inadimplência dos consumidores é baixa, existe uma colateral real (o veículo) e com o FIDC, se extingue o risco estrutural da empresa cedente. Os FIDCs de CDCs de veículos representam parcela significativa no estoque total de FIDCs,

aproximadamente 18% e o crescimento das vendas de veículos deve levar a um aumento na emissão de fundos correlatos.

4.2.1.2 Estrutura recente de crédito no país

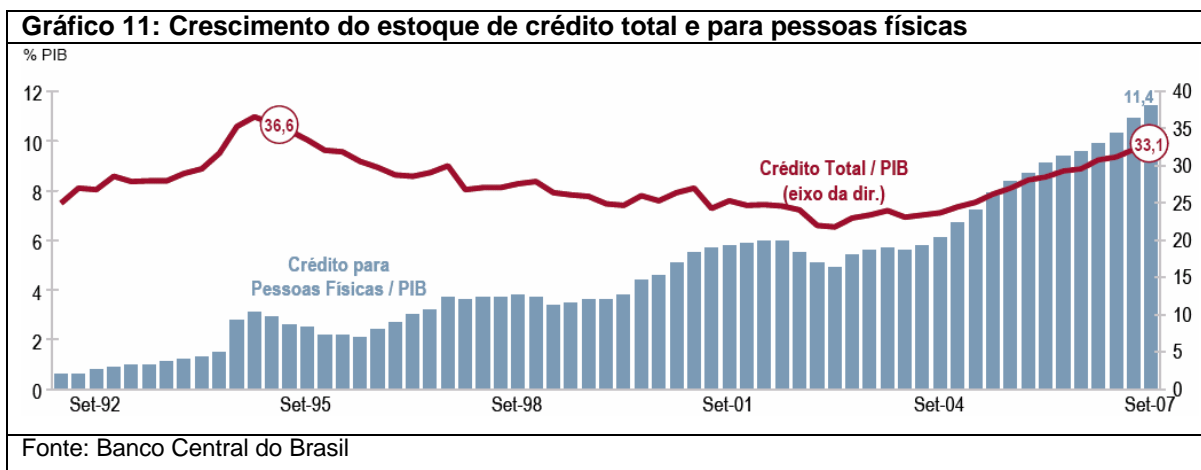
O aumento da oferta de crédito bancário nos últimos anos refletiu o ambiente de maior previsibilidade macroeconômica, maior confiança no ambiente institucional, o conjunto de reformas microeconômicas (e.g. alienação fiduciária, crédito consignado, Lei de Falências, etc.), o maior ritmo da atividade econômica e a alta da massa de rendimentos. Com efeito, tem-se verificado forte expansão em praticamente todas as modalidades de crédito, tanto no segmento de pessoas físicas quanto jurídicas.

A melhora no ambiente econômico é vista, principalmente, no crescimento do crédito bancário com recursos livres, que cresce à taxa média de 27% ao ano. Essa elevada taxa de crescimento fez o crédito livre aumentar sua participação no PIB de 15,6% para 24,6% em fevereiro de 2008. Como se nota no gráfico 10, o crédito com recursos livres vem ganhando importância com relação ao crédito com recursos direcionados.



Esse crescimento vem se acelerando na margem, desde 2007, quando o crédito com recursos livres cresceu 32,8%, sendo composto por uma alta de

33,4% em pessoas físicas e 32,1% em pessoas jurídicas. Vemos a evolução do crédito para pessoas físicas no gráfico 11.



O crescimento da massa de rendimentos e do crédito são apontados como os principais pilares do atual ciclo de expansão do consumo. Desde 2004, o crédito com recursos livres para pessoa física cresceu mais de 100% em termos reais, atingindo R\$ 330 bilhões (12% do PIB) em fevereiro de 2008. Na tabela 5 fica explícita a evolução das diferentes modalidades de crédito para pessoa física.

Tabela 5: Crédito com recursos livres para pessoa física*

	Fevereiro-2008				2004			
	Volume (R\$bilhões)	Taxa (% a.a.)	Prazo (dias)	Inadimplência %	Volume (R\$bilhões)	Taxa (% a.a.)	Prazo (dias)	Inadimplência %
Crédito livre para a pessoa física	330	49	447	7,1	159	62	296	6,2
Crédito pessoal	108	53	477	5,2	50	71	273	5,8
Consignado	67	29	-	-	15	39	-	-
Pessoal ex-consignado	41	67	-	-	35	71	-	-
Aquisição de veículos	83	31	594	3,2	44	36	472	2,1
Aquisição de bens duráveis (ex-veículos)	12	56	203	12,4	8	67	159	8,5
Cheque especial	15	146	20	10,0	11	144	20	6,1
Cartão de crédito	19	-	28	-	9	-	26	-
Financiamento imobiliário (recursos livres)	3	-	2248	-	1	-	1261	-
Leasing	34	-	-	-	5	-	-	-

* Os itens marcados com "-" não estão disponíveis no Banco Central.
Fonte: Banco Central do Brasil

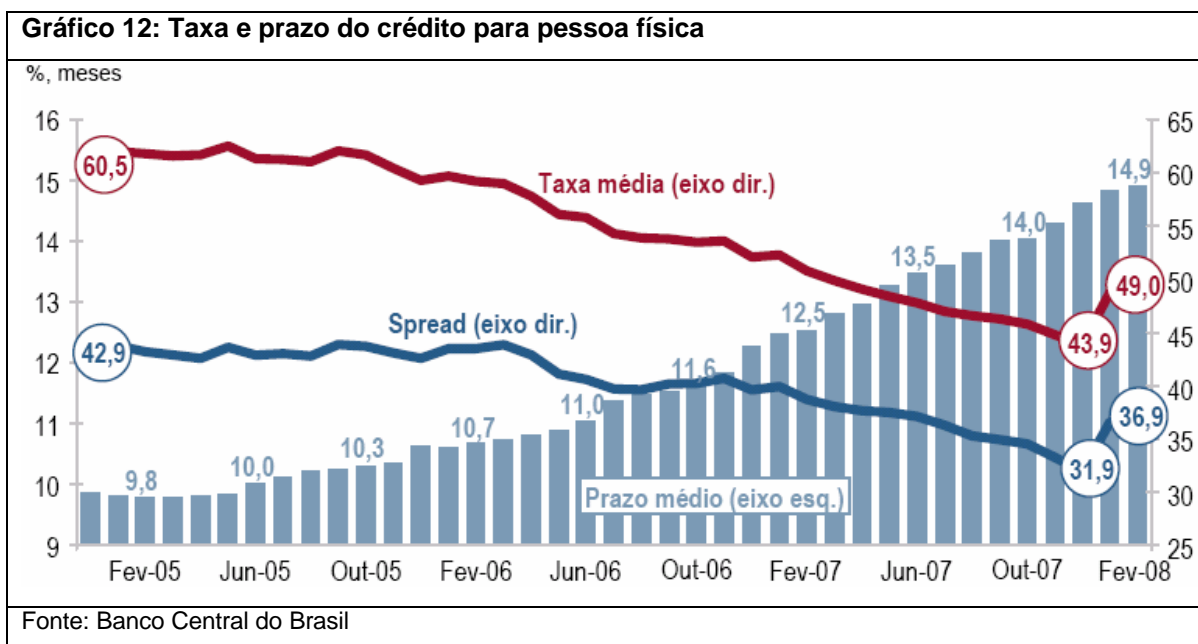
Intuitivamente, as modalidades que mais se destacaram neste período foram as que oferecem maiores garantias às instituições financeiras e que,

conseqüentemente, apresentam juros mais reduzidos frente às demais modalidades:

- crédito pessoal – fortemente impulsionado pelo crédito consignado.
- crédito para aquisição de veículos (como já evidenciado acima).
- leasing – crescente importância por conta da venda de veículos.

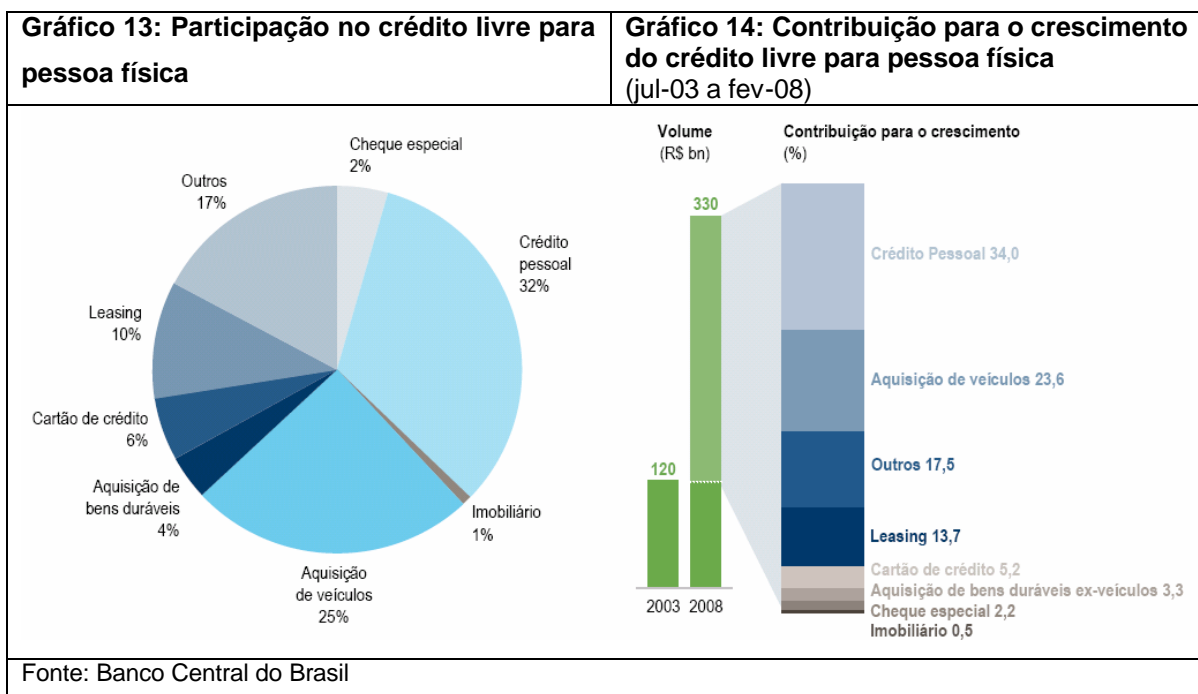
Conjuntamente, essas três modalidades de crédito representam 67% do total de crédito com recursos livres destinados à pessoa física e foram responsáveis por 71% do crescimento total do crédito com recursos livres à pessoa física desde o início do ciclo referido.

Destaca-se quatro principais razões que explicam o rápido aumento na demanda do crédito com recursos livres: expectativas de aumento da renda e do emprego, crescimento do rendimento real médio, redução das taxas de juros e elevação significativa dos prazos dos empréstimos. Vemos no gráfico abaixo, a evolução do prazo e das taxas praticadas.



A expansão dos prazos é um componente fundamental para explicar a dinâmica do crédito, na medida em que tem incidência direta na parcela mensal paga pelas famílias nos empréstimos. No que se refere aos juros, existe um processo contínuo de redução das taxas desde o início do ciclo, saindo de 60,5%

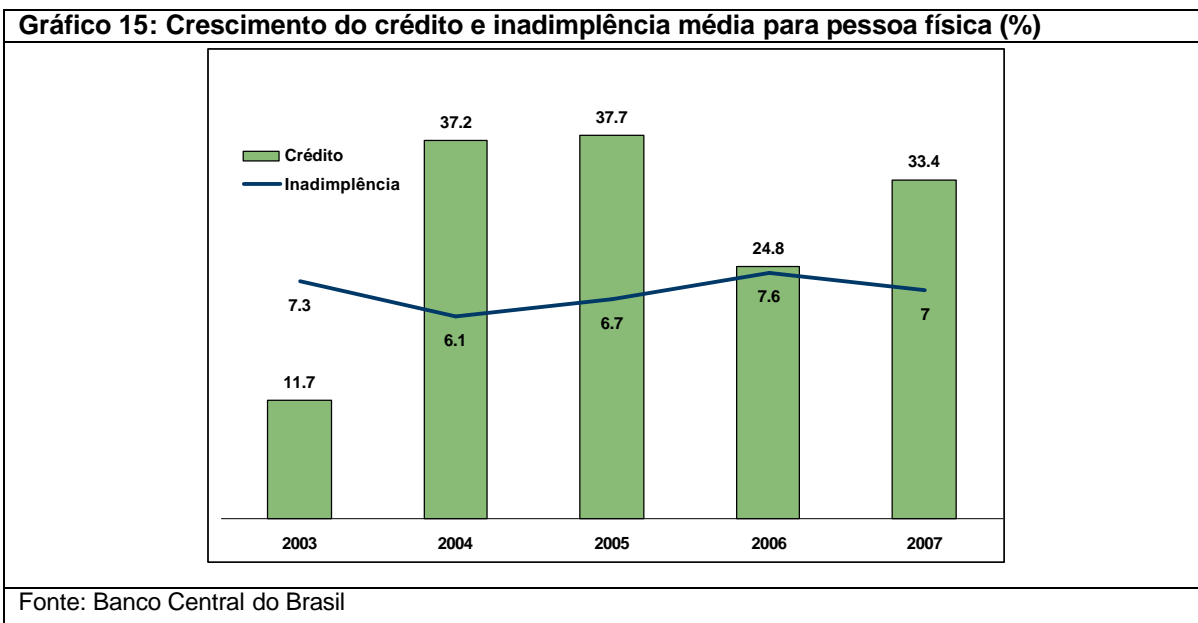
a.a. para uma taxa mínima de 43,9% a.a. em dezembro do ano de 2007. A explicação para este aumento nos prazos e redução nas taxas de juros são o aumento na previsibilidade e na confiança macroeconômica e o conjunto de reformas microeconômicas, que conseqüentemente aumentaram as garantias às instituições financeiras e elevaram a segurança institucional. Percebe-se nos gráficos abaixo, como é dada a participação das modalidades do crédito livre e de que forma deu o seu crescimento:



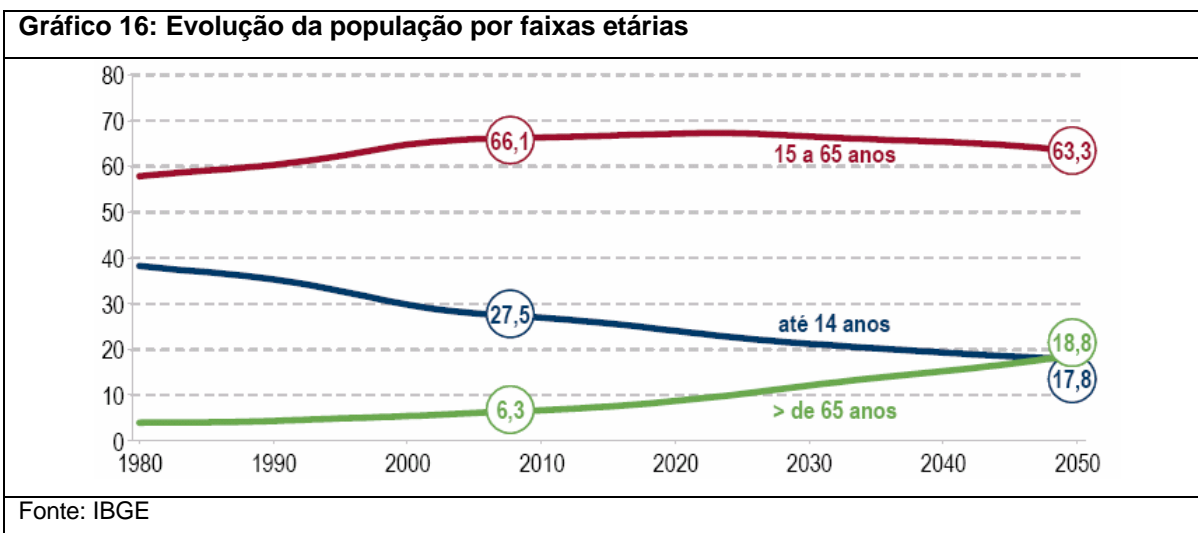
O forte ritmo de expansão do crédito é acompanhado por estabilidade da inadimplência, que variou entre o máximo de 7,9% em agosto de 2003 até o mínimo de 5,9% em maio de 2005. Em fevereiro de 2008, a inadimplência foi de 7,1%. O aumento do número de postos de trabalho, a redução dos juros e um aumento nos prazos auxiliaram esse comportamento favorável da inadimplência. Sendo assim, o comportamento benigno das taxas de juros, do desemprego e do crescimento da despesa financeira contribuíram para manter a inadimplência em nível relativamente estável, a apesar do elevado crescimento do crédito.

Para os FIDCs, todos os fatos expostos acima são relevantes e favoráveis para o futuro da indústria. Uma manutenção do nível de inadimplência (gráfico 15)

dos recursos às pessoas físicas é importante pelo fato de aumentar o nível de previsibilidade de pagamento das dívidas, e conseqüentemente ocorre uma redução nos spreads das emissões futuras.



Ao mesmo tempo em que ocorre a referida expansão do crédito a pessoas físicas e a queda na inadimplência, ocorre um fenômeno de caráter geográfico, que é o envelhecimento da população brasileira (gráfico 16). Modelos de previsões do IBGE mostram que ocorrerá um aumento da quantidade de idosos no país. Do ponto de vista da indústria de FIDCs, esse fato é de extrema relevância. Os idosos em sua maioria são pensionistas, que recebem o dinheiro do governo. Como exposto acima o conceito de riscos de crédito e estrutural, os FIDCs fazem sentido nesse panorama. O risco de crédito do pensionista é o risco do governo, ou seja, baixo, e a criação do fundo elimina o risco do banco originador e cedente. Deve-se observar o crescimento dos FIDCs de crédito consignado, que já tem um estoque grande e que deve aumentar de forma significativa.



No entanto, deve-se ficar atento a uma possível imposição de controles quantitativos sobre as novas concessões de crédito, como por exemplo, limites máximos aos prazos dos empréstimos. No final do ano de 2007 e início de 2008, foram discutidas, por parte do governo, medidas dessa natureza, com vistas a controlar um possível aumento de inflação. Essas medidas tendem a ter conseqüências negativas sobre a oferta e a demanda de crédito, elevando provavelmente o custo para os tomadores finais.

4.2.1.3 FIDCs, Crédito e Consumo

Como observado acima, o consumo e o crédito são fatores determinantes para determinar um rumo provável para os FIDCs. Como visto, espera-se um comportamento benigno tanto no lado do consumo quanto do lado do crédito.

No que tange ao crédito, pôde-se observar que, alguns fatores que poderiam impedir a sua expansão, como por exemplo, a taxa de inadimplência, se encontram sob controle. As taxas de juros com tendência de queda em um longo prazo, aliado a um aumento da renda real e a um alongamento no prazo das parcelas, implica em uma manutenção da proporção da renda das famílias gastas com o pagamento de juros e amortizações. Isso implica que ainda há espaço para um crescimento robusto e sustentado do crédito para as famílias. Isso é sem dúvida, um bom sinal para o mercado de FIDCs, já que existe espaço para um aumento de emissões e aumento de estoques, dado que aumenta a confiança e a

previsibilidade do recebimento dos créditos, o que pode levar ainda a uma redução dos spreads cobrados para as futuras emissões.

No que diz respeito ao consumo, alguns fatores como o aumento real da renda das famílias, aliado à expansão do crédito e à confiança do consumidor, que se encontra em um patamar elevado e com crescimento na margem, indicam um cenário favorável para o consumo das famílias. O índice de distribuição de renda no Brasil vem melhorando ao longo do tempo, o que leva mais pessoas que se encontravam fora do mercado consumidor a consumir e a requisitarem financiamentos. De acordo com a opinião do autor, os fatores que fizeram que o consumo se reduzisse no passado, como crise do balanço de pagamentos, crise energética ou uma mudança no comportamento econômico, não se encontram presentes, e possuem uma chance de ocorrer relativamente baixa.

O consumo pode ainda ser aberto em diferentes grupos de produtos, e a análise dos resultados, pode dar uma indicação de quais setores apresentam maior propensão a um maior crescimento. Foi visto que educação, transporte e assistência à saúde apresentam uma elasticidade à renda significativamente superior a 1, ou seja, tendem a crescer a uma taxa maior do que a do PIB. Como indicativo, observamos o setor de automóveis (que se encontra dentro de transportes) e vimos que o seu crescimento foi elevado durante os últimos anos. Isso indica que o já relevante estoque de FIDCs de CDCs de automóveis tende a ter um aumento relevante. O gráfico 14 veio a validar esse indício, mostrando que 23,6% do crescimento do crédito às pessoas físicas provieram de financiamentos a automóveis.

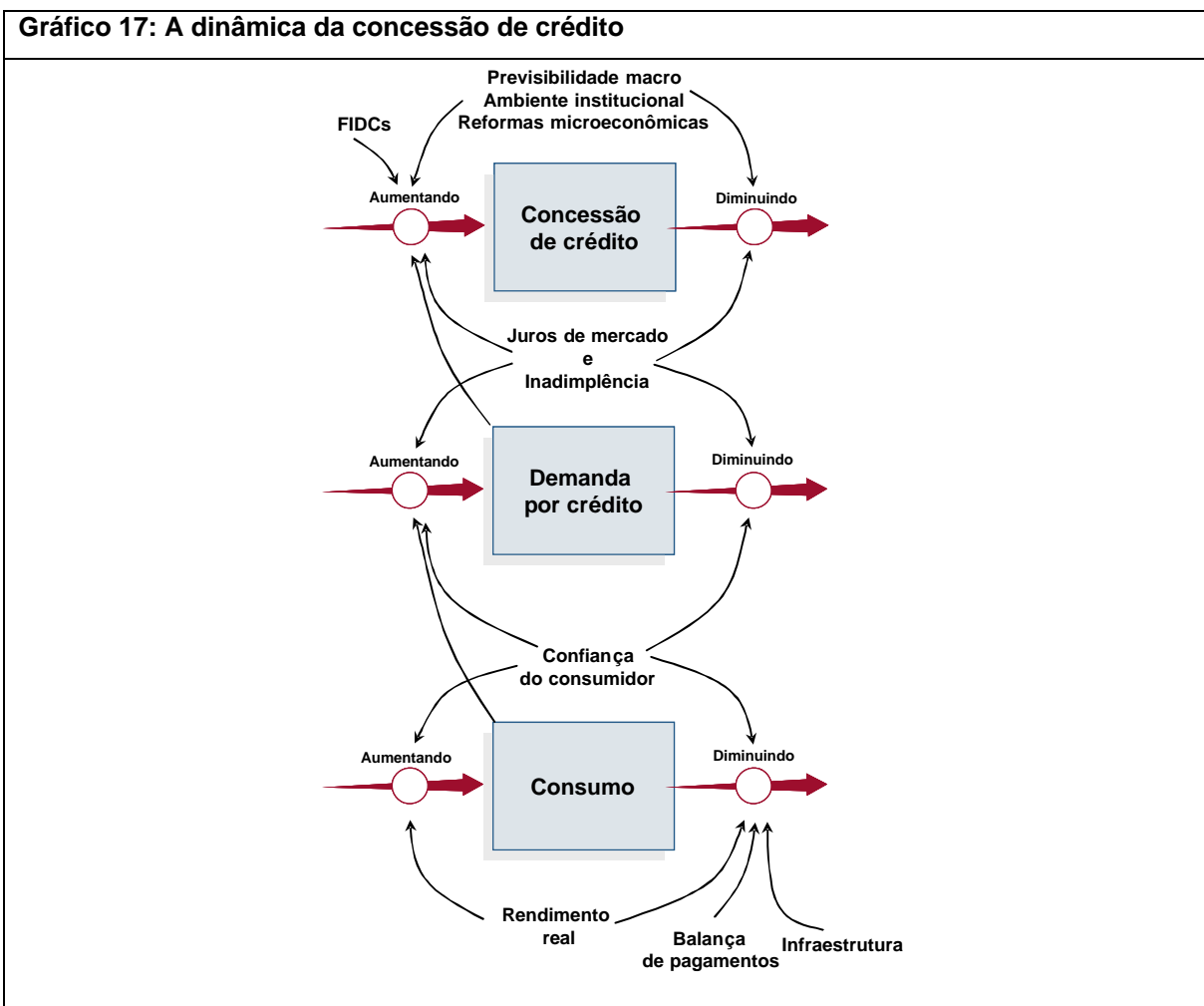
Na área do crédito, o mesmo gráfico 14 ainda indica que o crédito pessoal respondeu com 34% do crescimento do crédito livre a pessoas físicas, o que foi em grande parte explicado pelo aumento do crédito consignado, e que também possui um naco importante no estoque de FIDCs e que deve continuar a crescer de forma significativa.

A vontade de consumir, aliada à capacidade de obter crédito, é o pano de fundo ideal para o crescimento dos FIDCs no Brasil. É nesse cenário, que o autor

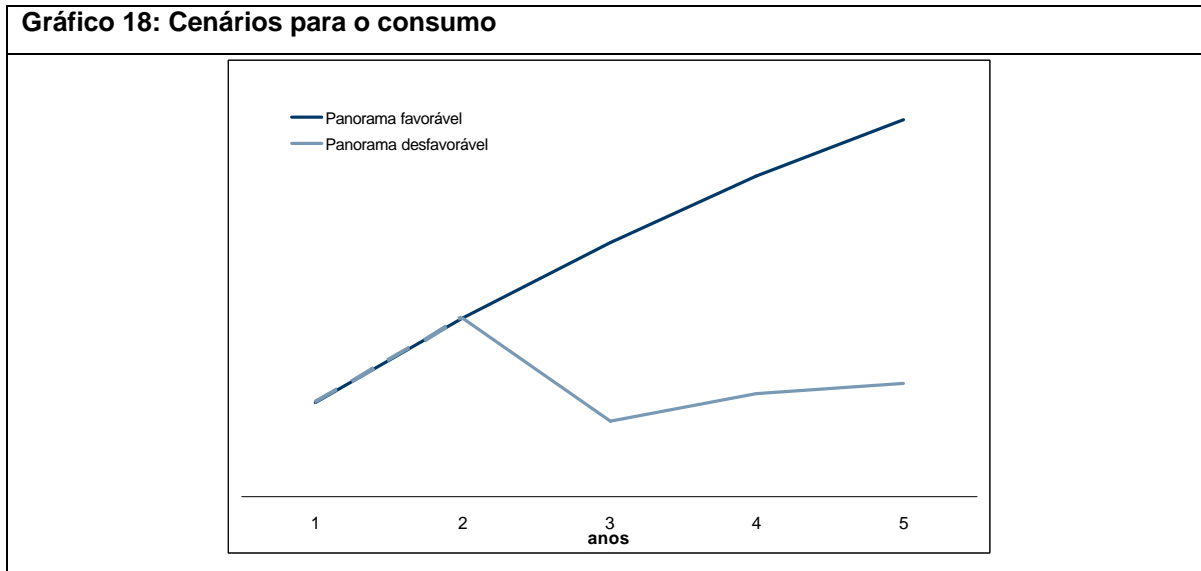
espera que os FIDCs relacionados a CDCs de veículos e os relacionados ao crédito consignado apresentem um crescimento expressivo nos anos vindouros.

5. A dinâmica da concessão de crédito

Visto os principais vetores de crescimento dos FIDCs, é interessante observar a forma como se dá a dinâmica da evolução das concessões de crédito, relacionada com o consumo, e de que forma o FIDC ajuda a aumentar o estoque de concessões. Uma análise estática dessa relação seria insuficiente para mostrar todas as relações e, para que a análise se dê de forma completa, será utilizado um modelo de dinâmica de sistemas como o visto na figura abaixo (gráfico17).

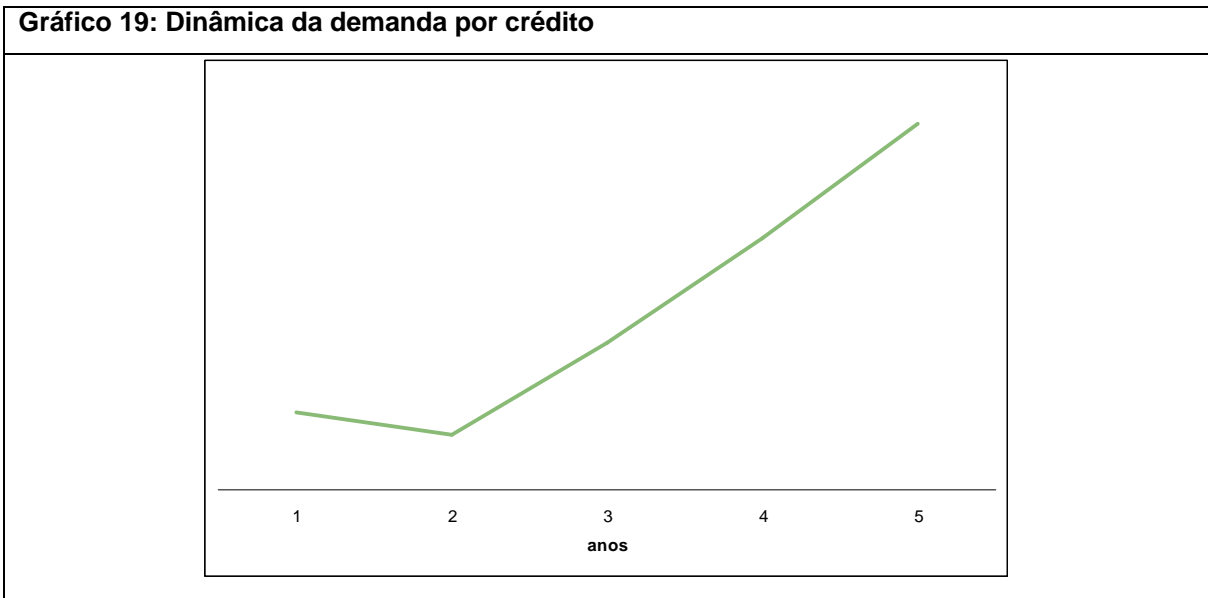


Como mostrado nos itens acima, vimos que o consumo é determinado em grande parte por quatro fatores: a confiança do consumidor, a renda real, o balanço de pagamentos e a infra-estrutura. Os dois primeiros agem na válvula do fluxo de entrada e de saída do estoque de consumo. Atualmente, o cenário para a confiança e para a renda são extremamente benéficos, configurando uma forte abertura da válvula e aumento do estoque consumo. O balanço de pagamentos e a infra-estrutura são fatores que, atualmente, agem de forma neutra, mas que agiriam de forma a aumentar o fluxo de saída do estoque consumo, no caso de ocorrência de uma crise dos mesmos (crise do balanço de pagamentos e crise de infra-estrutura). Ambos os cenários são mostrados no gráfico abaixo.



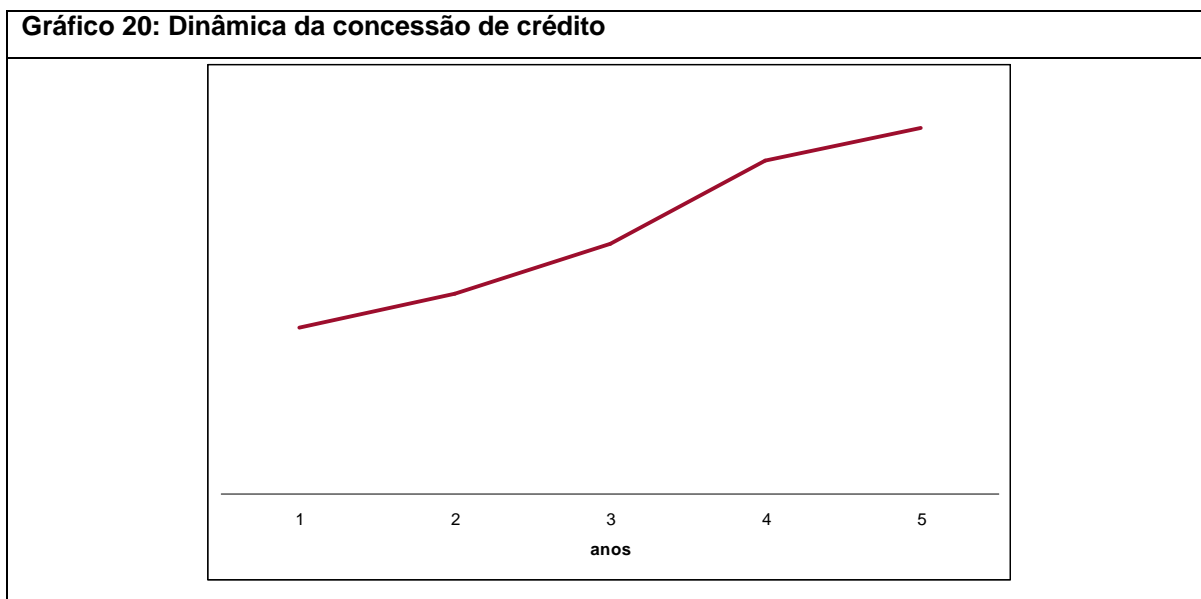
Na o tópico 4.2.1.2., foi discutida a estrutura de crédito no Brasil, e como foi mostrado, o consumo, a confiança do consumidor, as taxas de juros praticadas pelo mercado e as taxas de inadimplência são os determinantes da evolução da demanda por crédito. Todos os determinantes, menos o consumo, atuam nas válvulas dos fluxos de saída e de entrada do estoque de demanda por crédito, ao passo que o consumo atua sobre o fluxo de entrada. Os cenários mais prováveis de acontecer são: consumo em alta, agindo de forma a aumentar a demanda por crédito; a confiança, como descrito acima, aumentando o fluxo de entrada e reduzindo o de saída; inadimplência estável, sendo neutra nos fluxos; e nas taxas

de mercado, o panorama é de aumento de competição no mercado de crédito (aumentando o fluxo de entrada e reduzindo o de saída) com um aumento de juros no curto prazo (fechando a válvula de entrada e abrindo a de saída), com queda de juros no longo prazo, o que causa uma futura abertura da válvula de entrada e fechamento da de saída. A dinâmica do estoque Demanda por crédito se dá como demonstrado abaixo (gráfico 19):



Observa-se a concessão de crédito. Os principais fatores que determinam a evolução do estoque de concessões são: taxa de juros de mercado, taxa de inadimplência, previsibilidade macro, reformas microeconômicas, ambiente institucional e os FIDCs. Todos os fatores, à exceção do FIDC, agem sobre as válvulas de entrada e de saída do estoque da concessão de crédito, ao passo que o FIDC age sobre a de entrada. A previsibilidade macro, as reformas microeconômicas e o ambiente institucional estão todos evoluindo no sentido de abrirem a válvula de entrada das concessões. Acima foi descrito o comportamento de inadimplência e de taxas de juros do mercado. Com relação aos FIDCs, o ponto mostrado ao longo do trabalho é o de um cenário favorável para a indústria desses fundos. Os FIDCs se tornam uma forma de barateamento da concessão de crédito, de redução de riscos e, portanto age de forma a abrir a válvula de

entrada do fluxo sobre o estoque de concessões de crédito. A evolução desse estoque se dá como mostrado abaixo (gráfico 20)



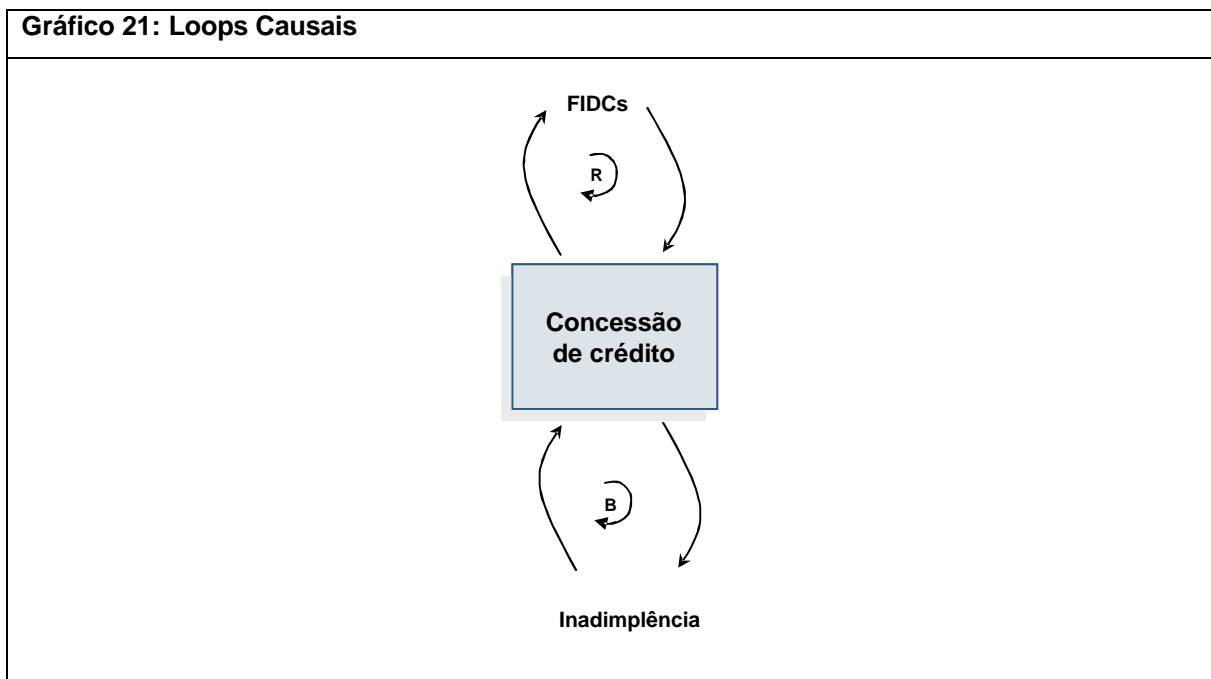
Uma outra forma de se analisar a relação entre FIDCs e a concessão de crédito é olhar o sistema na forma de Loops Causais. Esse tipo de avaliação se resume a evidenciar as “interdependências entre os recursos que advêm de reforços mútuos – quanto mais o recurso A, mais rápido o recurso B pode crescer. Ou ainda o oposto, que com pouco do recurso A, o recurso B não pode crescer.”(Warren, 2002). O modelo mostra os feedbacks de reforço e de balanço entre os recursos.

No caso de FIDCs e a concessão de crédito, a relação se dá no sentido de que quanto maior for a concessão de crédito, maior será a demanda pelos instrumentos de securitização e FIDC. Na mão oposta, mas também trabalhando em mesmo sentido, quanto maior o estoque de FIDCs, maior será a oferta de crédito. O que ocorre é que um movimento de aumento em uma direção gera um aumento da velocidade no sentido oposto, o que se torna um movimento que se auto-perpetua, e é chamado de feedback de reforço.

Essa relação de reforço entre FIDCs e Concessão de Crédito, por si só, indicaria uma relação de auto-perpetuação, e causaria então uma situação de

crescimento exponencial ou, na situação oposta, o colapso. Efetivamente não é isso que se vê empiricamente. Vemos que existem outros fatores que afetam a dinâmica da concessão de crédito. Para que o crescimento exponencial de fato não ocorra, devemos adicionar outro recurso, que aja no sentido de balancear a equação. Em um exemplo, o recurso que faria o papel de balanceador, seria a inadimplência.

Um aumento desenfreado da concessão de crédito, levaria a uma concessão marginal não tão criteriosa, o que poderia levar a empréstimos que não possuissem os requisitos desejáveis, como por exemplo, colateral adequado, renda mínima do tomador, entre outros. A concessão não adequada, levaria com alguma defasagem, a um aumento da inadimplência, que por sua vez, agiria de forma a balancear o modelo, dando um feedback de balanço para a concessão de crédito, no sentido de redução da mesma. Esse seria um mecanismo simples de balanceamento do sistema, como visto no gráfico 21.



6. Considerações Finais

O presente trabalho discorreu sobre o mercado de crédito no Brasil e a forma como o mesmo vem evoluindo nos últimos anos. Foi mostrado que o mercado de títulos privados cresce de forma expressiva e o aumento do número de participantes estrangeiros e a liquidez, têm aberto espaço para novos tipos de instrumentos de crédito. Dentre eles, ressalta-se a relevância dos FIDCs.

Pelo fato de os FIDCs reduzirem o risco de crédito pelo fato de eliminarem o risco estrutural do cedente dos créditos, esses instrumentos permitem a captação de recursos a taxas mais baixas e com prazos mais longos. Com isso tornaram-se meios importantes de captação de recursos por parte de empresas de médio e grande porte. Com a comprovada vantagem dos FIDCs em relação a outros meios de captação, evidenciou-se a estrutura básica desses fundos.

Existem fatores que dentre outros possuem elevada relevância para explicar de que forma se dará a evolução dos fundos de recebíveis no Brasil. Ressaltasse o consumo e a estrutura de crédito como fatores indicadores do crescimento dos FIDCs. Uma análise desses fatores pode indicar como se comportará a indústria de FIDCs de forma ampla, bem como a forma que se dará a evolução (setores mais afetados)

O consumo no Brasil apresenta um futuro promissor. As evidências de que apresentará forte crescimento no futuro, advêm de um provável e contínua elevação real da renda das famílias, aliado à expansão do crédito e à confiança do consumidor. Dada a expectativa de crescimento do consumo, atentou-se para a forma mais provável que isso impactará a indústria de fundos de recebíveis. Com o estudo da elasticidade-renda do consumo aberta por setores, viu-se que alguns setores – dentre eles o de transportes – possuem a elasticidade maior que um, indicando maior crescimento. Pelo fato de possuir nível de inadimplência relativamente baixo e por existir um colateral real (o veículo), acredita-se que haverá um aumento significativo das emissões e do estoque de FIDCs lastreados em recebíveis de CDCs de veículos.

Na parte relacionada ao crédito, as taxas de juros com tendência de queda em um longo prazo, aliado a um aumento da renda real e a um alongamento no prazo das parcelas, implica em uma manutenção da proporção da renda das famílias gastas com o pagamento de juros e amortizações. Isso implica que ainda há espaço para um crescimento robusto e sustentado do crédito para as famílias. Sem dúvida é um bom sinal para o mercado de FIDCs, já que existe espaço para um aumento de emissões e aumento de estoques, dado que aumenta a confiança e a previsibilidade do recebimento dos créditos, o que pode levar ainda a uma redução dos spreads cobrados para as futuras emissões. Ao mesmo tempo em que ocorre a referida expansão do crédito a pessoas físicas, ocorre um fenômeno de caráter geográfico, que é o envelhecimento da população brasileira. A maioria dos idosos é pensionista, ou seja, recebe dinheiro do governo. O risco de crédito do pensionista é o risco do governo, sendo assim, baixo, e a criação de um FIDC elimina o risco do banco originador e cedente. Deve-se observar o crescimento dos FIDCs de crédito consignado, que já tem um estoque grande e que deve aumentar de forma significativa.

Evidenciado que os fundos de recebíveis possuem um futuro promissor, foi proposta uma estrutura de modelo de dinâmica de sistemas para mostrar, de que forma se dá a evolução da concessão de crédito, e de que forma os FIDCs se inserem nesse contexto. O cenário futuro é de uma forte expansão da concessão de crédito, com uma contribuição relevante dos FIDCs para isso.

Referências Bibliográficas:

ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. *Optimal Security Design*. Oxford University Press. 1988

DAVID, Alexander; *Controlling Information Premia by Repackaging Asset-Backed Securities*. American Risk and Insurance Association. 1997

WARREN, Kim. *Competitive strategy dynamics*. Chichester: Wiley. 2002

SANTOS, J. A. Enalva. *Títulos de crédito e o código civil*. Forense. 2004.

BULGARELLI, Waldirio. *Títulos de crédito*. 10ª edição. Atlas. 1994.

TAVAKOLI, Janet M. *Credit derivatives & sintetic structures: A guide to instruments and applications*. 2ª edition. Wiley. 2001.

SECURATO, José Roberto. *Crédito: análise e avaliação do risco*. Saint Paul Institute of finance. 2002.

SECURATO, José Roberto. *Cálculo financeiro das tesourarias*. 2ª edição. Saint Paul Institute of finance. 2003.

SCHOUDHRY, Moorad. *An introduction to credit derivatives*. Few. 2004.

JAFFE, Jeffrey; WESTERFIELD, Randolf W.; ROSS, Stephen A.. *Corporate finance*. 2ª edição. Atlas. 2002.

MARTINS, Fran. *Títulos de crédito. Volume 1*. 5ª edição. Forense. 1967.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 16° edição. Quality Mark. 2005.

CROUHY, Michael; GALAI, Dan; MARK, Robert. *Gerenciamento de riscos uma abordagem conceitual e prática – uma visão integrada dos riscos de crédito, operacional e de mercado*. Serasa.

GIDE, Charles. *Compendio d'Economia Política*. Tradução de F. Contreras. Rodriguez. 1951.

JORION, Philippe. *Value at Risk. The new benchmark for controlling market risk. 2nd edition*. The McGraw-Hill Companies, Inc. 2001.

CARROLL, Christopher; DUNN, Wendy. *Unemployment Expectations, Jumping (S,s) Triggers, and Household Balance Sheets*. NBER Macroeconomics Annual 1997.

MENEZES, Tatiane; CAMPOLINA, Bernardo; SERVO, Luciana. *Gasto e Consumo das Famílias Brasileiras Contemporâneas volume 1*. IPEA. 2006.

GOMES, Fabio. *Consumo no Brasil: Teoria da Renda Permanente, Formação de Hábito e Restrição à Liquidez*. Revista Brasileira de Economia. 2004.