



IBMEC SÃO PAULO
Faculdade de Economia e Administração

Fernando Crisol Arakaki

**SECURITIZAÇÃO E FIDCS: UMA ALTERNATIVA
EXISTENTE NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO
PARA DESINTERMEDIÇÃO FINANCEIRA E OBTENÇÃO
DE CRÉDITO**

São Paulo
2008

Fernando Crisol Arakaki

**SECURITIZAÇÃO E FIDCS: UMA ALTERNATIVA
EXISTENTE NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO
PARA DESINTERMEDIÇÃO FINANCEIRA E OBTENÇÃO
DE CRÉDITO**

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

Orientador:

Prof. Dr. Ricardo Rocha – Ibmec-SP

**São Paulo
2008**

Arakaki, Fernando Crisol

Securitização e Fidcs: Uma alternativa existente no Mercado de Capitais brasileiro para desintermediação financeira e obtenção de crédito /Fernando Crisol Arakaki. – São Paulo: Ibmecc, 2008.

57 f.

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

Orientador: Prof. Dr. Ricardo Humberto Rocha

Fernando Crisol Arakaki

Securitização e Fids: Uma alternativa existente no mercado de capitais
Brasileiro para desintermediação financeira e obtenção de crédito.

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial
para obtenção do grau de Bacharel do Ibmecc São Paulo.

Aprovado em Junho de 2008

EXAMINADORES

Prof. Dr. Ricardo Humberto Rocha
Orientador

Prof. Dr. Leonardo Pagano
Examinador

Prof. Dr. José Carlos Augusto Luxo
Examinador

Agradecimentos

Primeiramente, gostaria de agradecer à Deus por ter me ajudado em todos os momentos difíceis que tive que percorrer durante a trajetória de conclusão do curso de Economia do Ibmec São Paulo. Além disso, gostaria de agradecer à minha família, meu pai Mauro e minha mãe Maria Eugênia, assim como meus irmãos Victor e Fábio, que estiveram sempre ao meu lado dando um grande apoio para que eu pudesse chegar até esse momento especial em minha vida. A eles devo todas minhas conquistas e espero poder dedicar muitas outras no futuro. Não poderia de deixar de agradecer a enorme disponibilidade do professor Ricardo Humberto Rocha que me ajudou em muito sendo meu Orientador neste trabalho de conclusão. Agradeço também aos professores Humberto Spolador, Pedro Valls, entre outros que me proporcionaram grande conhecimento além de experiência de vida. Muito obrigado a todos.

Resumo

Este trabalho tem como objetivo apresentar a ferramenta financeira Securitização e seu derivado Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, o chamados FIDCs, de maneira simples e capaz de atrair o interesse tanto de empresas quanto de investidores. Serão apresentados dados, estatísticas além de uma abordagem histórica sobre a origem e dias atuais do tema tanto no Brasil como nos Estados Unidos e continente europeu. Ao final será apresentado um caso real de sucesso como forma de exemplificação e aplicação e de tudo aquilo que fora abordado.

Abstract

This work has the objective to present the financial tool Securitization and its derivate Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, known as FIDCs, on a simple way that can be useful for companies as well as investors. It will be presented statistics, data and a historical background description of the theme's origin and its actual applications in Brazil and other places as United States of America and Europe. At the end, will be presented a real case of securitization in Brazil, as an example of success from everything that will be said during this work.

Sumário

Introdução.....	pág 12
Revisão Bibliográfica	pág 12
Justificativa.....	pág 14
Capítulo 1 - Securitização	pág 15
1.1 Securitização, breve histórico.....	pág 16
1.2 Securitização, definição.....	pág 18
1.3 Securitização, motivos.....	pág 20
1.4 Estruturação de uma Securitização.....	pág 22
Capítulo 2 - Estatísticas com relação à securitização.....	pág 27
2.1 – Europa.....	pág 27
2.2 – Estados Unidos.....	pág 31
2.3 – Brasil.....	pág 34
Capítulo 3 – Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios.....	pág 38
3.1 – Papel do Administrador	pág 41
3.2 – Papel do Custodiante do Fundo	pág 42
3.3 – Papel do Estruturador e Originador.....	pág 42
3.4 - Papel do Auditor.....	pág 43
3.5 - Papel da Agência de Rating.....	pág 43
3.6 – Comparação entre Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) e Sociedade de Propósito Específico (SPEs)	pág 44
Capítulo 4 – FIDC Dedini Agro / Dulcini, um caso de sucesso.....	pág 46
4.1 – Breve Histórico dos Originadores: Grupo Dedini Agro e Dulcini S.A.....	pág 46
4.2 – Dados Quantitativos sobre o Grupo Dedini.....	pág 47
4.3 – Estruturação do FIDC.....	pág 49
Considerações Finais.....	pág 54
Referências Bibliográficas.....	pág 55

Lista de Tabelas

- Tabela 1:** Critérios de Classificação dos *Ratings* – Pág 24
- Tabela 2:** Emissões Históricas na Europa – em € Bilhões - Pág 28
- Tabela 3:** Emissão de títulos no mercado Norte-Americano (em bilhões US\$) - Pág 32
- Tabela 5:** Números das operações de MBS e ABS em relação ao PIB dos EUA - Pág 34
- Tabela 6:** Emissões no mercado financeiro Brasileiro no ano de 2007 - Pág 35
- Tabela 7:** Rating dos FIDCs em 2007 - Pág 37
- Tabela 8:** Composição da carteira de ativos dos FIDCs em 2006 - Pág 39
- Tabela 9:** Comparação entre FIDCs e SPEs - Pág 44
- Tabela 10:** Despesas das operações de securitização convencionais e em FIDCs - Pág 45
- Tabela 11:** Evolução da Moagem de Cana - Pág 47
- Tabela 12:** Evolução da Produção - Pág 48
- Tabela 13:** Rendimento Agrícola (toneladas/hectare) - Pág 48
- Tabela 14:** Faturamento (Grupo Dedini Agro – R\$ mil) - Pág 48
- Tabela 15:** Faturamento (Dedini Açúcar e Álcool Ltda. – R\$ mil) - Pág 49
- Tabela 16:** Participantes do FIDC Dedini Agro / Dulcini - Pág 50

Lista de Figuras

Figura 1: Estrutura básica do processo de securitização - Pág 22

Figura 2: Covered Bonds – Volume a compensar por país – Dez 2005 - Pág 28

Figura 3: Emissão de títulos securitizados por tipo de ativo em 2005 - Pág 30

Figura 4: Participação média nas Emissões nos Estados Unidos (em bilhões US\$) - Pág 32

Figura 5: Emissão de FIDCs por tipo de ativo desde 2002 - Pág 36

Figura 6: Estrutura Típica de um FIDC - Pág 41

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Emissão de Títulos securitizados no continente Europeu (€ Bilhões) - Pág 29

Gráfico 2: Emissão por principais tipos de ativos – em € Bilhões - Pág 31

Gráfico 3: Participação das operações de MBS e ABS em relação ao PIB dos EUA - Pág 33

Gráfico 4: Emissão de FIDCs em R\$ milhões - Pág 35

Introdução

A literatura econômica traz como uma de suas principais ferramentas para o crescimento e desenvolvimento econômico o crédito privado. A relação de crédito sobre o PIB no Brasil é reduzida, cerca de 30%, enquanto nos países da Europa, Estados Unidos e Japão esse número já ultrapassa 120% (BACEN, 2006).

Com a eminente possibilidade de o país tornar-se “Grau de Investimento”, o Mercado de Capitais brasileiros presencia uma grande onda de liquidez e euforia, com resultados nunca antes observados. Nesse processo, novas ferramentas financeiras são desenvolvidas, porém ainda utilizadas numa pequena escala. Dentre essas podemos enumerar a securitização, com foco nos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, os chamados FIDCs.

Revisão Bibliográfica

Muitos trabalhos sobre a modalidade operacional de acesso ao mercado de capitais securitização já foram desenvolvidos para o mercado Norte-Americano, enquanto aqui no Brasil poucos autores discorreram sobre o assunto. “Certamente, e em especial no Brasil, existe ainda muito desconhecimento e falta de informação adequada para que se avaliem corretamente as vantagens e benefícios de um programa de securitização” conforme Lima Neto (2006), por isso o interesse de elaborar uma dissertação como tentativa de apresentar, de uma maneira mais prática, essa ferramenta financeira.

O mercado de securitização iniciou-se no começo dos anos 70 com a venda de empréstimos hipotecários reunidos na forma de “pool” e garantidos pelo governo Norte-Americano.

De acordo com Kravitz (1998) os profissionais de mercado acabaram definindo securitização como “a prática de estruturar e vender investimentos negociáveis de forma que o risco fosse distribuído entre diversos investidores, que no qual seria absorvido por um só credor”. Ou seja, naquele momento, a securitização foi um termo utilizado para descrever um processo onde as empresas, que normalmente acabavam tomando empréstimos do sistema bancário, passaram a levantar recursos no mercado de capitais por meio de emissões de valores mobiliários; elas

havia “securitizado” suas dívidas. Seus passivos passaram a serem constituídos de títulos (“securities”) emitidos no mercado e não mais de empréstimos.

Autores como definiram mercado como “o local onde corriam as notícias, realizavam-se os negócios, em fim girava-se a praça”, e foi exatamente isso que ocorreu nos Estados Unidos.

No Brasil, a regulamentação do mercado de capitais ocorreu apenas em 1976, com a criação da Comissão de Valores Imobiliários (CVM). Esse fato fez com que o país ficasse muito atrás das principais nações mundiais. Hoje essa distância é muito menor, um exemplo disso é a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) que a cada dia apresenta recordes, todos impulsionados pela significativa presença de investidores estrangeiros. O investidor brasileiro também está presente, mas relativamente em menor escala, fato decorrente do pouco conhecimento sobre as oportunidades que o mercado de capitais nacional pode oferecer.

A securitização, os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, Fundos de Investimentos em Participações (os FIPs) entre outros, são em sua grande maioria desconhecidos pelo investidor brasileiro. De acordo com Freitas (2005) “trata-se [o Fundo de Investimento] da maior força aglutinadora de poupança de nosso país, apresentando variedades e formas tal que consegue recolher somas economizadas tanto pelo empresário, quanto pela própria empresa, pelo trabalhador autônomo e, mesmo, pelo trabalhador assalariado, permitindo que desse agrupamento nasçam fortes estruturas organizacionais, com elevadíssima capacidade de intervenção em todos os setores da economia”. Conforme Carneiro Queiroz (2004) apenas uma parcela da população consegue acompanhar o desempenho financeiro das empresas, tem conhecimentos, ao menos básicos, de finanças e economia.

É por esta razão, que o objetivo do trabalho se trata numa tentativa de apresentar, de forma simples, a ferramenta financeira securitização com foco nos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios. Uma maneira de mostrar que existem outras formas de captação de recursos, além daquelas popularmente conhecidas e oferecidas por bancos comerciais e outras instituições financeiras.

Será feita uma abordagem histórica sobre o tema, sua origem, características específicas e aplicações nos mercados financeiros dos Estados Unidos e Europa, além de dados sobre mercado brasileiro. Neste último, será dada ênfase à modalidade dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, sua estruturação e organização assim como apresentação de um caso real de sucesso do FIDC da Dedini Agro/Dulcini que foi à mercado no ano de 2006.

Justificativa

A economia brasileira vive uma fase de grande estabilidade tendo inflação controlada, redução do desemprego, câmbio valorizado e aumento do consumo, com a maioria das variáveis macroeconômicas em seus devidos lugares. O mercado de capitais segue embalado por uma onda de liquidez, impulsionada pelo grande influxo de capital estrangeiro e bons resultados das empresas nacionais. No entanto, falta uma importante peça para completar esse contexto: crescimento econômico. E crescimento econômico só é obtido a partir de investimentos, e para existir investimentos é preciso de crédito.

Quando se pensa em crédito logo vem a idéia de BANCO. Existe uma infinidade de empresas e investidores que desconhecem a existência de outras fontes de recursos a não ser àquelas oferecidas pelos bancos comerciais, e acabam pagando um preço caro por isso.

Esta dissertação está dividida em quatro capítulos. No capítulo 1 apresenta-se uma abordagem teórica sobre o tema securitização, sua origem, definições e aplicações bem como uma revisão da literatura já existente. Em seguida, no capítulo 2 serão apresentados dados relativos à indústria de securitização tanto nos mercados de títulos nos Estados Unidos e Europa quanto no Brasil, gráficos e tabelas demonstrarão a evolução desta ferramenta financeira nos três ambientes. No capítulo 3, o foco desta dissertação desloca-se do âmbito internacional passando o mercado local com a apresentação dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, suas vantagens e benefícios para as empresas. E por último, no capítulo quarto, será apresentado um caso real de sucesso como o FIDC das empresas Dedini Açúcar e Álcool Ltda e Dulcini S.A. As razões que levaram as empresas a optarem por este recurso de financiamento, os desafios e dificuldades encontradas pelos estruturadores, além de uma análise após a emissão. Para finalizar, serão feitas as considerações finais.

Capítulo 1 - Securitização

“A securitização é um dos mais importantes instrumentos financeiro do nosso tempo. Desde seu início, nos anos 70, ela ajudou bancos e empresas a levantarem em todo o mundo recursos da ordem de US\$ 7 trilhões, revolucionou a indústria financeira e mudou a forma com que os bancos, investidores institucionais e *traders* de títulos fazem negócios, tanto local quanto globalmente”

Vinod Kothari

Por ser um ambiente globalizado e dinâmico, o mercado financeiro está em constante desenvolvimento, sempre criando novas técnicas de negócios e ferramentas financeiras, buscando atender as necessidades das empresas e instituições proporcionando, dessa forma, maiores ganhos para os mesmos e também para o investidor. Neste sentido, a história da securitização de ativos teve sua origem diretamente ligada ao desenvolvimento do mercado de capitais, surgindo definitivamente na década de 1970 nos Estados Unidos, a partir das vendas estruturadas de empréstimos hipotecários que eram reunidos na forma de um *pool*. Desde então, a securitização vêm se tornando uma ferramenta financeira de grande importância para as empresas daquele país, permitindo uma melhor alocação de riscos e criando novas formas de captação de recursos.

A grande quantidade de matérias, artigos e *papers* divulgados sobre o tema representam efetivamente a importância do assunto. De acordo com Cummins (2004; p.1) “a securitização é umas das mais importantes inovações financeiras modernas”, já Khotari (1999, p.25) aponta que “a securitização se trata do instrumento financeiro do novo milênio”.

No Brasil, apesar de um histórico recente, é possível observar um crescimento gigantesco de operações de securitização, que localmente são caracterizadas via Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, mais conhecidos como FIDCs. As emissões de FIDCs tiveram início no final de 2002, com a emissão de R\$ 75 milhões de um fundo de recebíveis do Banco BGN. Já em 2007, o número de emissões foi de 63 ultrapassando a casa dos R\$ 9 trilhões, ou seja, um volume 129 vezes maior em apenas 5 anos (dados retirados do site da CVM – www.cvm.gov.br).

1.1 – Securitização, breve histórico.

A securitização moderna surgiu na década de 70 nos EUA através das vendas de empréstimos hipotecários reunidos na forma de um *pool*. Alguns autores, dentre eles Stone e Zissu (2005; p.4) e Caouette et alii (1998; p. 358), apontam que a primeira operação estruturada de securitização foi realizada pela Government National Mortgage Association, empresa criada especialmente para desenvolver o mercado secundário de hipotecas do setor de imóveis Norte-Americano, que recebeu o nome de “Ginnie Mae”.

As outras duas seguintes operações de securitização também foram estruturadas por agências federais daquele país, a “Freddie Mac” (Federal Home Loan Mortgage Corporation) e a “Fannie Mae” (Federal National Mortgage Administration). Essas operações foram caracterizadas pela emissão de Mortgage Backed Securities (MBS), títulos de renda fixa lastreados por uma relação de hipotecas residenciais.

Em finanças os MBS, são títulos cujo seus fluxos de caixa são lastreados, tanto o principal quanto juros, por uma relação de empréstimos imobiliários mais conhecidos como hipotecas. Os pagamentos são normalmente pagos mensalmente até o prazo de vencimento pré-estabelecido. Os donos de residências nos Estados Unidos têm opção de cumprir mais do que a obrigação mensal necessária ou pagar por completo o empréstimo. Essas opções fazem que não se tenha um conhecimento prévio sobre o fluxo de caixa do título, trazendo mais riscos para o investidor de MBS. No capítulo 3 serão apresentados dados com relação ao mercado de MBS Norte-Americano.

A primeira emissão fora do mercado de hipotecas ocorreu no ano de 1985, com a emissão de uma empresa de leasing de computadores, logo seguida por uma operação lastreada por recebíveis de financiamento de automóveis, os chamados CARS (*certificate of automobiles receivables*). No ano seguinte ocorreu a primeira operação com lastro em recebíveis de cartão de crédito. A partir de então a securitização de ativos passou a ser classificada em dois distintos grupos: MBS e ABS. Os *Asset Backed Securities*, ou somente ABS, são títulos lastreados em diversos tipos de ativos, como por exemplo, duplicatas comerciais, faturas de cartão de crédito, recebíveis relativos a empréstimos e financiamentos. Hoje existem também

os chamados CDO – *collateralized debt obligation*, que representam um conjunto de obrigações de dívida, garantidos por uma relação diversificada de ativos, bastante comum nas operações de securitização do continente europeu.

No Brasil as primeiras operações de securitização ocorreram também na década de 70, mas de uma maneira um pouco diferente dos dias de hoje. Inicialmente as empresas que se utilizaram dessa ferramenta foram empresas prestadoras de serviços públicos como fornecimento de energia elétrica, telefonia e água. Conforme apontado por Luxo (2007; p.32), estas operações puderam ser caracterizadas como uma “securitização parcial”, dado que não haviam separado os direitos creditórios originados pela empresa de seu patrimônio líquido, deixando exposto o investidor ao risco de falência. Tratava-se de uma operação parcial porque a essência da securitização está em segregar os direitos creditórios da empresa geradora de seu próprio patrimônio líquido, protegendo o investidor em caso de falência da mesma.

A securitização, da maneira que hoje é estruturada, começou a ser realizada no país na década de 90, com operações tanto para o mercado internacional, quanto para o mercado local. Internacionalmente foram feitas as emissões de Varig e Embratel. Já a operação considerada pioneira no mercado local ocorreu em 1992 com a securitização dos recebíveis da Mesbla Trust de Recebíveis de Cartão de Crédito S.A. Três anos depois, em 95, esse mesmo grupo entrou em concordata, mas, conforme comenta Santos (2005), “os investidores não tiveram nenhum problema em resgatar os seus investimentos, independentemente do default da rede varejista”. Com o sucesso, vieram outras operações como a Mappin Trust, Bompreço Trust e Chemical Trust, todas baseadas no modelo de Trustes realizado nos Estados Unidos, utilizando como veículo as Sociedade de Propósitos Específicos, conhecidas como SPEs.

As operações de securitização de ativos somente começaram a ganhar significância uma década mais tarde, por razão de dois importantes fatores: o primeiro foi a promulgação da lei 9.514, no ano de 1997, criando e regulamentando o Sistema Financeiro Imobiliário, o que possibilitou a elaboração das Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários, responsáveis pela emissão de MBS, localmente denominado CRIs – Certificado de Recebíveis Imobiliários -. Já o segundo fator a ser considerado foi a publicação da Resolução nº 2.907 pelo Banco Central do Brasil, que no dia 29 de Novembro de 2001 informava a decisão do

Conselho Monetário Nacional de autorizar a constituição e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Juntamente com a edição da Instrução CVM nº 356, a securitização de ativos passou a se tornar uma ferramenta importante no mercado financeiro brasileiro.

1.2 – Securitização, definição

De acordo com Pinheiro (2005; p.5) a securitização é “um processo por meio do qual se agrupam empréstimos individuais e outros instrumentos de dívida, convertendo-os em títulos (ou valores) comerciais”, já Kendall (2000; p.a) aponta que a securitização de ativos pode ser definida como um processo de estruturação de empréstimos com o objetivo de converter ativos ilíquidos em títulos mobiliários líquidos permitindo a venda dos mesmos no mercado financeiro. No entanto, não são apenas empréstimos ou títulos mobiliários ativos elegíveis para securitização. Conforme Rocca (2004; p.25) “são ativos elegíveis desde recebíveis de curto prazo, relativos a crédito direto junto ao consumidor, até créditos mobiliários de longo prazo, recebíveis de pessoas jurídicas e receitas futuras de projetos de investimento em infraestrutura”.

Como o principal objetivo de qualquer empresa é a geração de valor para seus acionistas, é possível observar que a securitização permite com que haja uma adaptação às necessidades da empresa, uma adaptação ao seu fluxo de caixa ou até mesmo uma adequação às características do ativo em questão, possibilitando a identificação de novas oportunidades de investimento e financiamento. A securitização permite com que haja uma combinação ideal entre as duas variáveis proporcionando a maximização do resultado ao acionista, conforme apontado por Luxo (2007; p.11). No artigo “*Asset-Backed Securitization, special vehicles and other securitization issues*” Klee and Butler caracterizam a securitização de ativos como uma forma de desintermediação bancária, uma vez que são criadas novas alternativas de obtenção de recursos sem a presença de instituições financeiras, como no caso de uma emissão de dívida ou um simples empréstimo.

Os autores Iacobucci e Winter (2005; p.161) definem a securitização de ativos como a segregação, parcial ou completa, de uma determinada série de fluxos de caixa relativa aos

ativos de uma empresa e a posterior emissão de títulos lastreados nesse fluxo de caixa. Já de acordo com Caouette et alii (1998; p.357 366) a securitização de ativos trata-se de uma ferramenta que permite a transformação de fluxos financeiros ilíquidos em títulos comercializados no mercado financeiro, apontado que “o fluxo de caixa é a fonte primária de geração de valor”.

A securitização representa uma tentativa de mitigação ou segregação dos riscos em caso de uma eventual falência, reorganização societária ou moratória voluntária da empresa originadora dos recebíveis, diferentemente da emissão de debêntures ou qualquer outro tipo de financiamento. Neste último caso, os investidores assumem o risco dos devedores do fluxo, uma vez que a garantia está atrelada ao recebimento destes fluxos havendo, portanto, a possibilidade de default. Em algumas operações de dívida, a Sociedade de Propósito Específico mantém um fluxo adicional de recebíveis como garantia, mas, mesmo assim não anula a exposição do investidor.

É certo também que existem outros tipos de riscos, além dos riscos de crédito, que procuram ser mitigados a partir de uma operação de securitização. De acordo a descrição definida por Crouhy et alii (2001, pg 34) as definições de risco são:

Risco de Crédito: é o risco mensurável da possibilidade de uma mudança na qualidade do crédito venha a influenciar de certa forma o valor do ativo em questão. Essa mudança pode ser ocasionada por uma situação de falência da contraparte, ou até mesmo por uma queda em sua própria avaliação de risco, chamado de *downgrade*. No caso de default, a empresa não realiza o pagamento da obrigação anteriormente acertada, já o *downgrade* se trata de uma sinalização para um potencial risco de default. No caso de falência, o investidor pode ter a perda total, ou parcial, do valor de mercado de seu ativo.

Risco de Mercado: é o risco inerente às mudanças nas variáveis macroeconômicas, como taxa de juros e inflação, que podem vir a afetar diretamente o valor do recebível em questão.

Risco de Liquidez: o risco de liquidez se deve à possibilidade de o detentor do título não ser capaz de realizar a operação devido a ausência de investidores naquele determinado momento.

Essa ausência pode ser fruto de diversos motivos, como a má precificação do ativo ou operações financeiras substitutas. O risco de liquidez também pode ser mensurado através da possibilidade do Fundo de Investimento ou SPE não cumprir com suas obrigações pré-estabelecidas em função do não recebimento dos direitos creditórios. São obrigações junto aos seus investidores, junto aos estruturadores (administrador, custodiante, agência de rating, auditoria) e junto às autoridades reguladoras, como a CVM que cobra taxas trimestrais de fiscalização com base no patrimônio líquido do fundo. O risco de liquidez está diretamente associada ao risco de crédito que um FIDC está exposto quando da compra dos recebíveis da firma.

Risco Operacional: é o risco de perdas em função de problemas, erros, falhas nos sistemas que controlam e mantêm a estrutura do fundo em pleno funcionamento. Neste ponto, leva-se muito em consideração a capacidade dos administradores e custodiantes, além das informações existentes no regulamento e prospecto da emissão.

Risco Legal: dentre todos os tipos de risco acima apresentado, é o que está mais distante do controle dos participantes da estruturação de uma operação de securitização, com exceção dos colaboradores jurídicos. São riscos associados às mudanças no ambiente regulatório legal e tributário, além do risco de ações legais levantadas por investidores insatisfeitos ou qualquer outro participante da estruturação que se sinta lesado. É por esse motivo, que se faz necessária a participação e a colaboração de uma competente equipe de advogados e juristas.

1.3 – Securitização, motivos:

Existem várias razões para uma empresa optar por estruturar uma operação de securitização, dentre as principais estão:

- **Rápido acesso à caixa:** ao invés de levantar recursos através da venda direta de ativos, ou através do endividamento via debêntures ou simples financiamentos, a empresa é capaz de estruturar um FIDC ou SPE num prazo relativamente rápido, levando-o à mercado onde as fontes provedoras de recursos são imensas;

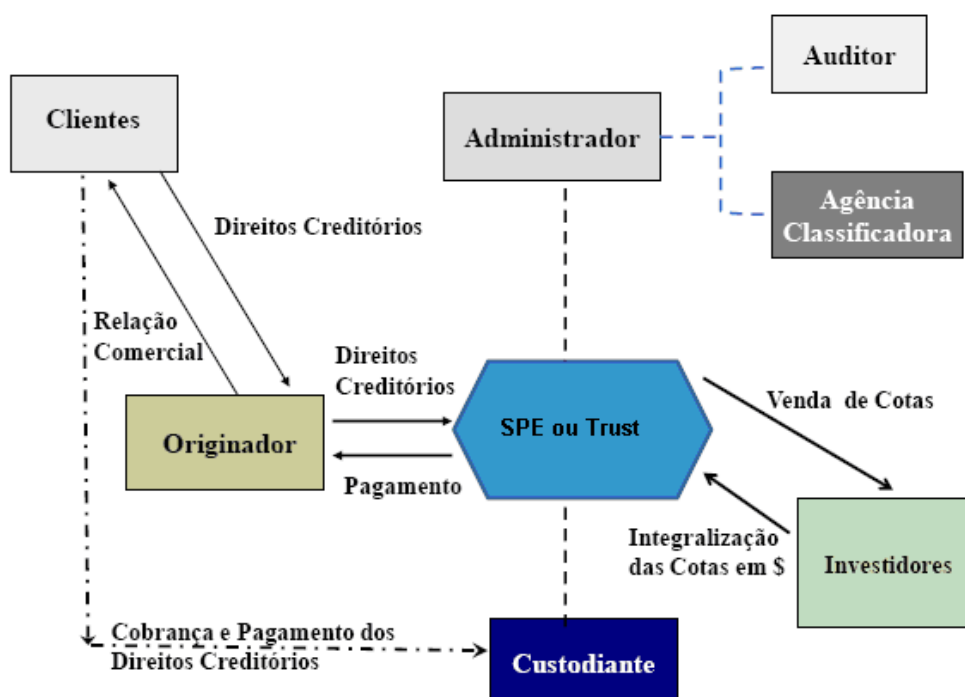
- **Maiores volumes e prazos mais dilatados:** o acesso ao mercado financeiro permite o contato com um gigantesco número de investidores que possuem diferentes perfis de risco, exigindo ativos que ofereçam determinadas taxas de retorno com diversos prazos de duração;
- **Proteção durante queda do mercado:** é reconhecido que em épocas de atividade econômica baixa, crise financeira ou até mesmo recessão, o mercado de ativos lastreados tende a ser mais procurado pelos originadores do que um mercado de divisas não garantidas;
- **Possibilidade de captação a custos mais baixos:** custo de oportunidade mais atrativo do que as formas tradicionais de empréstimos bancários. Dependendo do *rating* do Originador, da qualidade dos recebíveis e da estruturação da operação, a securitização pode resultar em custos de captação mais baixos, quando comparado aos custos de empréstimos comuns não garantidos. É evidente que um custo de captação mais atraente se torna imprescindível para que se possa viabilizar grandes projetos ou empreendimentos. Adicionalmente, como existe a segregação dos recebíveis originados de seu patrimônio líquido, a avaliação de risco da empresa é mais positiva, podendo chegar a uma precificação mais eficiente;
- **Novas fontes de financiamento no caso de empresas menores:** A securitização permite que empresas de menor porte consigam obter financiamentos de curto e longo prazo a custos mais baixos do que as operações tradicionais, sendo também uma porta de entrada para o mercado financeiro;
- **Diversificação do financiadores:** são diversos tipos de investidores, desde pessoas físicas até fundos de investimentos, bancos, fundo de previdência, governo federal, fundos mútuos entre muitos outros.
- **Melhores números e índices financeiros:** por ser uma operação: “*off balance sheet*”, a securitização não é considerada no balanço de pagamentos não afetando a

alavancagem da empresa. No caso dos FIDCs, essa característica é chamada de “True-sale” sendo que os ativos saem de fato do balanço não havendo assim co-obrigação – sai “contas a receber”, entra “ativos financeiros” -. Ocorre a redução de passivo bancário levando à diminuição do custo marginal de captação e aumentando o valor de mercado percebido. Adicionalmente, conforme mencionado anteriormente, são operações de menores custos, possibilitando ao final, melhores resultados financeiros.

1.4 - Estruturação de uma Securitização

Figura 1

Estrutura básica do processo de securitização



Fonte: Modificações feitas pelo autor, baseado em Lima Neto (2005)

O processo de estruturação de uma operação de securitização é dividido em quatro etapas. A primeira delas corresponde à identificação de quais tipos de ativo poderiam ser utilizados para a montagem da estrutura de securitização a ser realizada pela empresa. Dentre eles podem ser, contas a receber, duplicatas, serviços a receber, créditos em folha, ou seja, fluxos de caixa de

direitos creditórios a serem recebidos em datas futuras. Um dos principais pontos dessa etapa envolve o estudo profundo das características desse recebível, além de uma análise do ambiente em que o mesmo será originado.

A companhia originadora é aquela que pretende ceder os ativos a serem securitizados. Trata-se de uma empresa, ou qualquer pessoa jurídica que tenha fluxos de recebíveis. Exemplos como lojas de departamento, empresas de serviços, administradora de cartões de crédito, são perfis de companhias originadoras. Até mesmo empresas que compram royalties, como foi o caso do famoso cantor David Bowie que vendeu em 1977 o direito sobre seus catálogos musicais por \$ 55 milhões, se encaixam neste perfil.

A segunda etapa do processo equivale à montagem do veículo que dará sustentação legal para a estrutura de securitização. Nos Estados Unidos estes veículos equivalem às Specific Purpose Vehicle ou SPVs, que mesmo sendo uma subsidiária integral da empresa cedente, apresenta um perfil específico com o objetivo de isolar o risco de falência da mesma. Já no Brasil o instrumento mais utilizado são os FIDCs, que será melhor abordado no capítulo seguinte.

As primeiras operações de securitização no Brasil foram realizadas através de SPEs, as chamadas Sociedade de Propósito Específico, ou também Special Purpose Company (SPC) ou Special Purpose Vehicle (SPV). A SPE trata-se de uma sociedade de grande importância na estrutura de securitização, pois é por meio desta que se torna possível a segregação dos riscos dos recebíveis das empresas originadoras. É um meio especialmente constituído para comprar o fluxo de recebíveis e, utilizando dos mesmos como lastro, emite os títulos e valores mobiliários. Para realização de tal tarefa, a SPE deve assumir o perfil de companhia aberta, com o devido registro na CVM.

A securitização propicia total segurança aos investidores, pois, ao invés de comprarem um título emitido pela empresa originadora, sujeito a seus riscos de crédito, estão obtendo um título emitido pela SPE lastreado nos recebíveis.

Independentemente do meio de sustentação, é necessário a existência de um regulamento para determinar as características acerca da operação desta estrutura. São definidos neste

regulamento os ativos a serem adquiridos, a forma e a qual preço serão comprados. A construção desta estrutura deve deixar claro que a compra dos ativos não permitirá o direito de regresso por parte da empresa originadora, havendo o efetivo isolamento do risco de crédito, protegendo o FIDC em caso de falência da mesma. Tal direito deve conter uma confirmação legal por parte de um escritório de advocacia, o chamado *legal opinion*.

Na elaboração do regulamento devem estar presentes, assim como o originador, o estruturador e o assessor jurídico, também o custodiante do FIDC tratando-se de uma exigência legal conforme instrução nº356 da CVM. O custodiante é uma pessoa jurídica capaz de exercer a atividade de custódia, como o próprio nome já diz, da mesma forma como exercer funções de controle dos direitos creditórios após a transferência destes para o FIDC, SPE ou Truste. Em caso de emissões de dívida, esse intermediário é conhecido como *trustee*.

O Custodiante é responsável pela administração de todo o processo de securitização, sendo o representante legal dos interesses dos investidores. Além disso, tem o papel de fiscalizar a relação das garantias e convocação de Assembléias.

Em seguida, o processo de securitização é avaliado pela agência de rating, que deverá dar um suporte na estruturação. Por ela são observados os riscos inerentes à estrutura e como estes diversos riscos – crédito, liquidez, mercado, operacional e legal – são mitigados. Avaliam também todos os participantes envolvidos na securitização.

Tabela 1
Critérios de Classificação dos *Ratings*

Ratings	
Grau de Investimento	
AAA	Melhor qualidade de crédito, refletindo a menor expectativa com relação ao seu risco. Atribuído apenas em casos de capacidade excepcionalmente elevada de pagamento dos compromissos financeiros, dificilmente afetados por eventos previsíveis.
AA	Qualidade de crédito muito alta, denotando uma expectativa muito baixa de risco de crédito. Indica uma capacidade muito elevada de pagamento de compromissos financeiros significativamente vulnerável a eventos previsíveis.
A	Qualidade de crédito alta, havendo uma baixa expectativa de risco de crédito. A capacidade de pagamento de compromissos financeiros é considerada elevada, todavia,

	pode ser mais vulnerável a alterações nas circunstâncias ou nas condições econômicas, do que no caso de categorias de ratings melhores.
BBB	Boa qualidade de crédito indicando que, no momento, existe uma baixa expectativa de risco de crédito. A capacidade de pagamento de compromissos financeiros é considerada adequada. Todavia, mudanças adversas nas circunstâncias e nas condições econômicas têm mais possibilidade de limitar essa capacidade.
Grau Especulativo	
BB	Há possibilidade do risco de crédito aumentar, particularmente como resultado de mudanças adversas na economia, ao longo do tempo. Entretanto, alternativas financeiras ou de negócios podem estar disponíveis, possibilitando que os compromissos financeiros sejam honrados.
B	Indica que um significativo risco de crédito está presente, porém, uma pequena margem de segurança ainda existe. Os compromissos financeiros correntes estão sendo honrados. Entretanto, a capacidade de continuar efetuando o pagamento dependerá de um ambiente de negócios e econômico sustentado e favorável.
CCC	Para emissores e obrigações adimplentes, a inadimplência é uma possibilidade real. A capacidade de cumprir com os compromissos financeiros só existe mediante condições de negócios e econômicas favoráveis e sustentadas.
CC	Para emissores e obrigações adimplentes, algum tipo de inadimplência é provável.
C	Para emissores e obrigações adimplentes, a inadimplência é iminente.

Fonte: Fitch Rating

A complexa estrutura exige a presença de uma agência de rating, que irá proporcionar aos investidores uma avaliação especializada e independente sobre os fatores e detalhes da operação de securitização. Conforme ordem da CVM, os FIDCs devem ser trimestralmente avaliados por essas agências.

Na mesma resolução acima mencionada houve também a exigência da presença de um auditor independente, que são pessoas físicas ou empresas, autorizada pela CVM, especializadas no exame do balanço e demonstrações financeiras das companhias, procurando validar as informações publicadas pelas mesmas. Os auditores mais conhecidos no mercado são PriceWaterhouse & Coopers, Ernest & Young, KPMG e Deloitte. Eles têm a tarefa de comprovar todos os relatórios divulgados tanto pela empresa cedente quanto pelo custodiante, bem como os relatórios emitidos pela instituição financeira responsável pela cobrança dos recebíveis.

A última etapa deste processo equivale à preparação de toda a documentação adicional necessária para o protocolo na CVM, inclusive os materiais de venda e *road show*. O *road show* serve para divulgação do fundo e reunião de potenciais investidores. Após ajustes finais, inicia-se a distribuição pública ou privada das cotas. O fundo adquire os recebíveis finalizando a operação

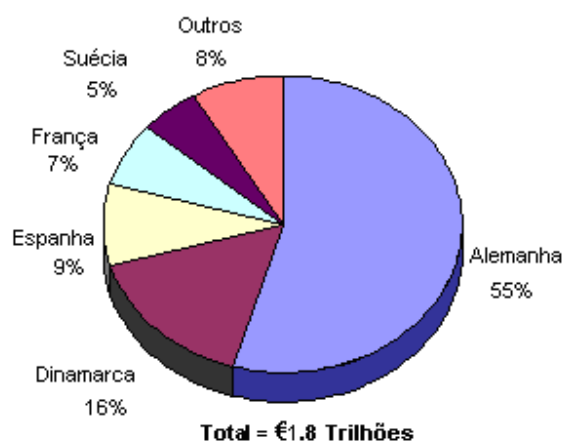
Capítulo 2 – Estatísticas com relação à securitização

2.1 - Europa

A evolução do mercado de emissões de *Asset e Mortgage Backed Securities* na Europa desenvolveu-se de maneira mais lenta comparado com o que foi possível observar nos Estados Unidos. Na década 80, os bancos europeus apresentavam um bom perfil de dívida e financiamento, não havendo a necessidade de obtenção de novos recursos. Mesmo quando necessário, a maneira de financiamento mais comum que encontravam era através da emissão de *covered bonds*. Aqueles que necessitavam de recursos, no caso dos bancos menores, a securitização era invalidada em função de elevados custos tanto de estruturação quanto de emissão, impedindo o acesso ao mercado de capitais.

Os *covered bonds* representam uma forma de securitização através da emissão de títulos lastreados por empréstimos hipotecários privados ou empréstimos públicos, os chamados *covered pools*. Esses títulos apresentam as mesmas características de segregação de risco em caso de falência do órgão emissor dos títulos conforme as operações padrões de securitização. São de certa forma, semelhantes aos MBS e ABS Norte-Americanos, com uma única diferença: os empréstimos que lastreiam os *covered bonds* são mantidos no balanço de pagamentos da instituição emissora, não representam operações “*off balance sheet*”.

Muito utilizados por instituições públicas, mas também adequados para empresas privadas, os *covered bonds* são uma das mais tradicionais formas de financiamento no continente europeu, atrás apenas da emissão de títulos governamentais.

Figura 2**Covered Bonds – Volume a compensar por país – Dez 2005**

Fonte: European Covered Bond Council

Conforme observado no gráfico acima, o mercado de *covered bonds* atingiu um volume € 1.8 trilhões ao final de 2005, sendo que o total de novas emissões apresentou uma média de € 200 bilhões por ano nos últimos 5 anos, cerca de 16% do mercado de títulos denominados em euro, de acordo com informações divulgadas pelo Banco Central Europeu. Dentre os principais governos emissores estão Alemanha, Dinamarca e Espanha.

Tabela 2**Emissões Históricas na Europa – em € Bilhões**

	Q1	Q2	Q3	Q4	Total
2000	14,1	16,4	21,4	26,3	78,2
2001	20,5	43,2	22,7	66,2	152,6
2002	24,3	42,6	35,7	55,1	157,7
2003	43,3	51,9	39,7	82,4	217,3
2004	55,8	59,0	53,2	75,5	243,5
2005	47,8	94,4	41,5	143,3	327,0
2006	69,0	114,3	112,8	184,9	481,0
2007	150,7	164,3	107,8	73,9	496,7

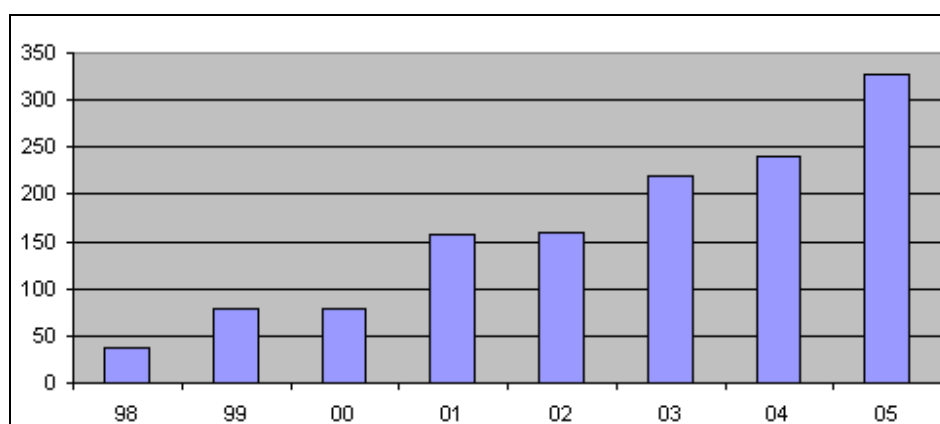
Fonte: European Covered Bond Council

Em 1998 o montante total de emissões foi menor que € 50 milhões, já no ano de 2007 o mercado de títulos neste continente ficou próximo dos € 500 bilhões, patamar nunca antes atingido, representando um crescimento de 10 vezes em menos de uma década, sendo que a média de crescimento nos últimos sete anos foi de 33%.

Além da concorrência com os *covered bonds*, a evolução do mercado de emissões de *Asset e Mortgage Backed Securities* na Europa ocorreu de forma mais lenta devido a diferente abordagem com relação ao endividamento. Faz parte da cultura Norte-Americana o endividamento de longo prazo. Comparado com os Estados Unidos, o financiamento no continente Europeu com relação ao produto interno bruto era bem menor. Finalmente, e talvez o argumento mais importante para essa diferença é que na Europa observa-se um ambiente legal, regulatório, tributário e contábil diferente do que na América, ambientes que não são integralmente condizentes com o processo de securitização por si.

Gráfico 1

Emissão de Títulos securitizados no continente Europeu (€ Bilhões)



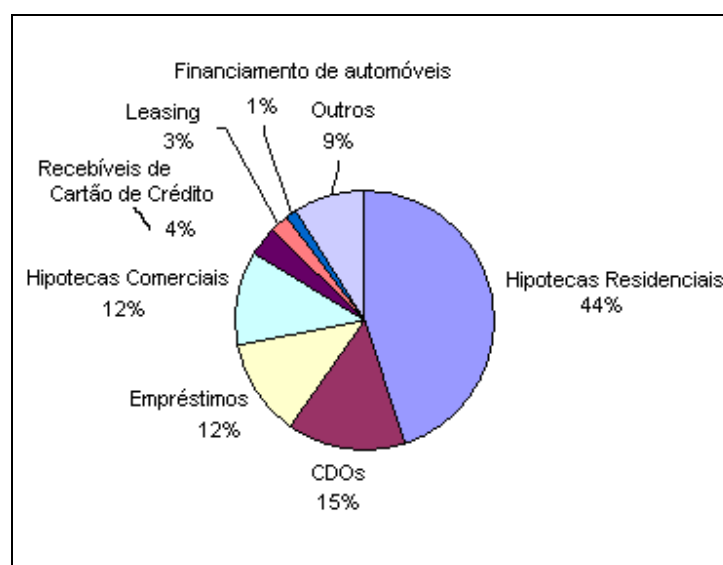
Fonte: European Covered Bond Council

Após algumas mudanças e inovações, as emissões no mercado Europeu começaram a ganhar significância a partir do ano 2000. Naquele momento, o progresso na remoção de obstáculos legais à securitização, baixa taxa de juros e significativa demanda de investidores buscando ativos com maior rentabilidade ajudaram com que o crescimento na emissão de títulos na Europa fosse ainda maior. Adicionalmente, a recuperação financeira do continente traduziu-se em mais empréstimos e maiores potenciais ativos a serem securitizados.

Em termos de perfil de ativos securitizados, lideram as hipotecas residenciais, seguidas pelos CDOs, empréstimos e hipotecas comerciais. Recebíveis de cartões crédito, leasing, financiamento de carros e outros, representavam no ano de 2005 o equivalente a 17% das emissões.

Figura 3

Emissão de títulos securitizados por tipo de ativo em 2005

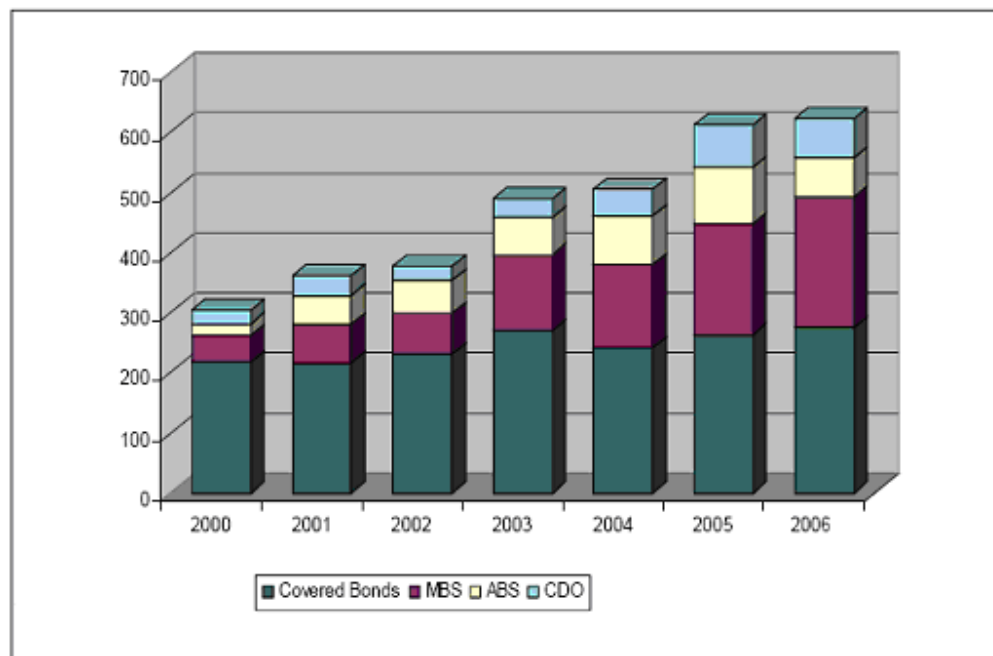


Fonte: European Securitization Forum

No gráfico abaixo, é possível verificar a evolução do mercado de títulos no continente europeu pelos principais tipos de ativos.

Gráfico 2

Emissão por principais tipos de ativos – em € Bilhões



Fonte: Thonson Financial

2.2 - Estados Unidos

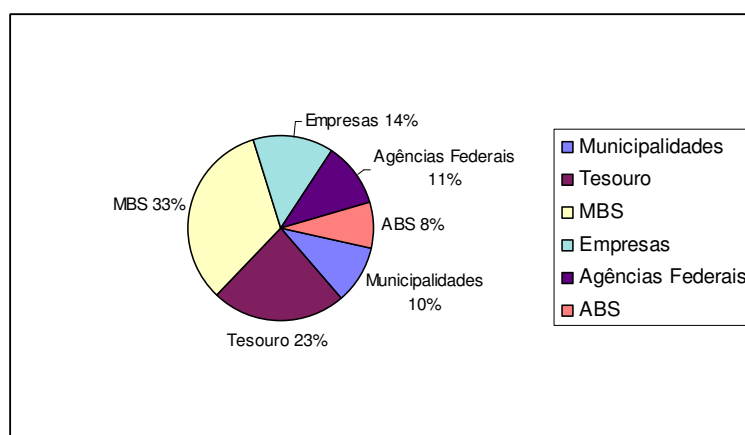
De acordo com o The Bond Market Association, o mercado de títulos nos Estados Unidos apresentou o seu recorde histórico no ano de 2003, quando foram emitidos cerca de US\$ 6.7 trilhões, sendo que deste total 46% foram em emissões de MBS, seguido por 19% em emissões de títulos das Agências Federais. As operações que detém a maior parcela neste mercado é a própria securitização de empréstimos hipotecários, os MBS, com uma média histórica nesses últimos 22 anos equivalente a 33% do total de emissões.

Nos primeiros anos esse comportamento apresentou-se diferente, o mercado de títulos era liderado pelas emissões do tesouro Norte-Americano, no entanto com a evolução e desenvolvimento das operações financeiras, a securitização tornou-se a principal forma de financiamento neste país.

Tabela 3**Emissão de títulos no mercado Norte-Americano (em bilhões US\$)**

	Municipalidades	Tesouro	MBS	Empresas	Agências Federais	ABS	Total
1985	206,9	303	134,8	69,5	32,5	1,3	748
1986	150,7	331,4	326,6	134,9	22,4	11,3	977,3
1987	105,1	333	317,3	108,4	20,2	12,3	896,3
1988	117,4	295	257,6	99,8	21,6	19,4	810,8
1989	125	340,9	312,8	101,2	44,2	30,5	954,6
1990	128	398	379,5	76,7	55,2	50,3	1088
1991	172,8	465,7	510,4	160,7	80,8	59,8	1450
1992	234,8	505,7	850,6	239,6	109,7	62,5	2003
1993	292,6	507,2	994,8	341,1	146,5	73,6	2356
1994	165,1	476,5	571,5	222,2	157,7	87,8	1681
1995	160,1	510,5	348,2	279,8	228,1	143,0	1669,0
1996	185,2	612,4	492,6	343,7	277,9	168,4	2.080,2
1997	220,7	540,0	604,4	466,0	323,1	223,1	2.377,3
1998	286,8	438,4	1.143,9	610,7	596,4	286,6	3.362,7
1999	227,5	364,6	1.025,4	629,2	548,0	287,1	3.081,8
2000	200,9	312,4	684,4	587,5	446,6	337,0	2.568,8
2001	387,7	380,7	1.671,3	776,1	941,0	383,3	4.540,1
2002	357,5	571,6	2.249,2	636,7	1.041,5	469,2	5.325,7
2003	282,7	745,2	3.071,1	775,8	1.267,5	600,2	6.742,5
2004	359,7	853,3	1.779,0	780,7	881,8	869,8	4.642,5
2005	408,2	746,2	1.966,7	752,8	669,0	1.172,1	5.715,0
2006	386,5	788,5	1.987,8	1.058,9	747,3	1.253,1	6.222,1
2007	428,8	752,3	2.027,3	1.106,4	941,8	865,0	6.121,6

Fonte: The Bond Market Association

Figura 4**Participação média nas Emissões nos Estados Unidos (em bilhões US\$)**

Fonte: The Bond Market Association

Se forem somadas às emissões de MBS os *Asset Backed Securities*, a participação histórica aumenta para 41% seguidos pelas emissões do Tesouro com 23% e pelas emissões de empresas representando uma parcela de 14% do mercado.

A melhor forma de se mostrar a significância desses números é comparando-os ao produto interno bruto dos Estados Unidos. Conforme gráfico abaixo, é possível observar que atualmente as emissões de MBS e ABS, somadas, representam aproximadamente 21% do PIB deste país, participação que já chegou a ser 32,7% no ano de 2003.

As emissões de hipotecas apresentam um comportamento mais assimétrico, muito correlacionado com o desempenho da economia do país, dado que este representa o principal recurso de financiamento do consumo da população Norte-Americana. Já as emissões de ABS vinham numa escala crescente até o ano de 2006, apresentando a partir de então uma leve redução.

Gráfico 3

Participação das operações de MBS e ABS em relação ao PIB dos EUA

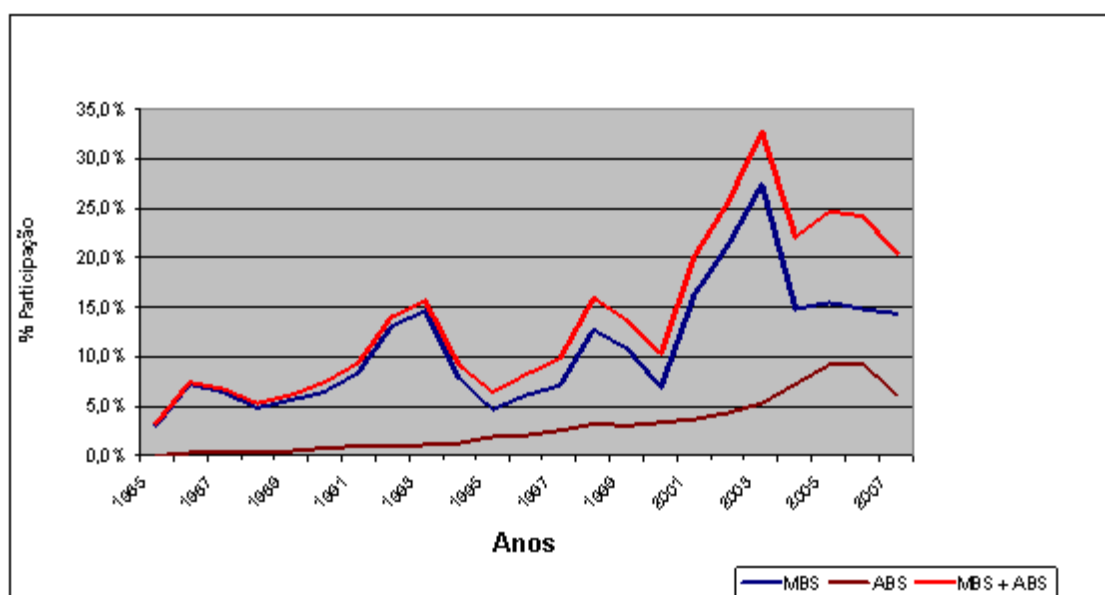


Tabela 5**Números das operações de MBS e ABS em relação ao PIB dos EUA**

	MBS	Part. % PIB	ABS	Part. % PIB	Part. Securitização MBS + ABS % PIB	PIB
1985	135	3,1%	1	0,0%	3,1%	4322
1986	327	7,2%	11	0,2%	7,4%	4546
1987	317	6,5%	12	0,3%	6,7%	4886
1988	258	4,9%	19	0,4%	5,3%	5254
1989	313	5,6%	31	0,5%	6,1%	5584
1990	380	6,5%	50	0,9%	7,3%	5849
1991	510	8,4%	60	1,0%	9,4%	6096
1992	851	13,1%	63	1,0%	14,1%	6484
1993	995	14,6%	74	1,1%	15,7%	6800
1994	572	7,9%	88	1,2%	9,1%	7232
1995	348	4,6%	143	1,9%	6,5%	7523
1996	493	6,2%	168	2,1%	8,3%	8000
1997	604	7,1%	223	2,6%	9,8%	8471
1998	1144	12,8%	287	3,2%	16,0%	8954
1999	1025	10,8%	287	3,0%	13,8%	9520
2000	684	6,9%	337	3,4%	10,3%	9954
2001	1671	16,3%	383	3,7%	20,1%	10226
2002	2249	21,2%	469	4,4%	25,7%	10591
2003	3071	27,4%	600	5,3%	32,7%	11220
2004	1779	14,9%	870	7,3%	22,2%	11949
2005	1967	15,5%	1172	9,2%	24,7%	12706
2006	1988	14,8%	1253	9,4%	24,2%	13392
2007	2027	14,4%	865	6,1%	20,6%	14074

Fonte: The Bond Market Association

2.3 - Brasil

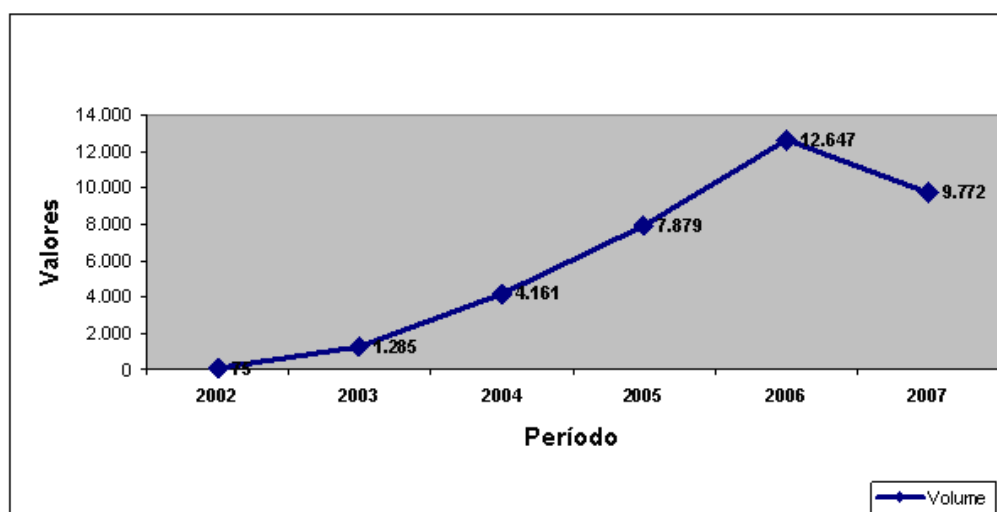
De acordo com os dados publicados pela Comissão de Valores Mobiliários, a indústria de Fundos de Investimento em Direito Creditórios apresentou seu melhor resultado em 2006 com a marca de R\$ 12.5 bilhões. Já no ano de 2007, houve uma redução de cerca de 23% nas emissões de FIDCs para um valor de R\$ 9 bilhões. Este valor representou cerca de 8% do total de emissões primárias registradas na CVM, emissões que foram lideradas pelas debêntures com 35%, seguidas por emissões de ações. As emissões de notas promissórias, conforme tabela abaixo, representaram cerca de 7% do total de colocação à mercado.

Tabela 6**Emissões no mercado financeiro Brasileiro no ano de 2007**

TIPO DE OFERTA	Primárias		Secundárias		Total	
	Volume em R\$	%	Volume em R\$	%	Volume em R\$	%
AÇÕES	33.135.835.406,02	25%	34.121.298.031,60	96%	67.257.133.437,62	40%
CERTIFICADO AUDIOVISUAL	164.640.611,77	0%	0	0%	164.640.611,77	0%
CERTIFICADO DE DEPÓSITO DE AÇÕES	6.636.741.903,30	5%	1.539.825.182,40	4%	8.176.567.085,70	5%
CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	868.298.374,16	1%	0	0%	868.298.374,16	1%
DEBÊNTURES	46.533.786.496,75	35%	0	0%	46.533.786.496,75	28%
NOTAS PROMISSÓRIAS	9.725.500.000,00	7%	0	0%	9.725.500.000,00	6%
QUOTAS DE FIDC / FIC-FIDC/ FIDC-NP	9.961.555.677,83	8%	0	0%	9.961.555.677,83	6%
QUOTAS DE FIP / FIC-FIP	22.263.933.714,60	17%	10.800.000,00	0%	22.274.733.714,60	13%
QUOTAS DE FUNCINE	80.000.000,00	0%	0	0%	80.000.000,00	0%
INVESTIMENTO	250.000.000,00	0%	0	0%	250.000.000,00	0%
QUOTAS DE FUNDO IMOBILIÁRIO	979.366.960,00	1%	0	0%	979.366.960,00	1%
TÍTULO DE INVESTIMENTO COLETIVO	640.140.300,00	0%	0	0%	640.140.300,00	0%
TOTAL:	131.239.799.444,43		35.671.923.214,00		166.911.722.658,43	

Fonte CVM

No gráfico abaixo é possível observar a evolução das emissões de FIDC que iniciaram no ano de 2002 com uma única emissão do Banco BGN. Já no ano seguinte, o crescimento no volume foi de 1613% para um total de 11 emissões, com destaque para os FIDCs da Parmalat e Chemical de R\$ 150 milhões e R\$ 200 milhões respectivamente. Em 2004 foram 29 FIDCs registrados, sendo 14 emissões de instituições financeiras, 5 emissões da indústrias de bens duráveis, 4 emissões de fundos de investimento e 3 do setor de energia, dentre elas o primeiro fundo da CPFL com um patrimônio líquido de R\$ 300 milhões, 2 Corretoras de Valores e uma empresa do setor de varejo.

Gráfico 4**Emissão de FIDCs em R\$ milhões**

Fonte: CVM

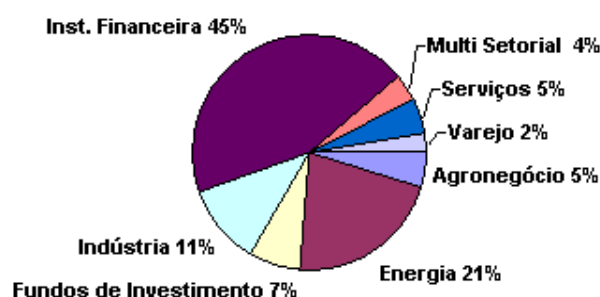
Os principais originadores de ativos para FIDCs no Brasil são bancos comerciais, bancos de investimentos e financeiras, aqui denominados como Instituições Financeiras. O setor de energia vem em segundo lugar com 19 fundos registrados, dentre esses estão quatro fundos da Companhia Energética de São Paulo, dois fundos de Furnas sendo que o último registrado em Maio de 2005 com um patrimônio líquido de R\$ 900 milhões. A categoria indústria classificada abaixo na figura 5 são empresas de bens duráveis como, por exemplo, Grupo Brasil, Marcopolo, Gradiente, Minas Máquinas, Tigre Industrial entre outros. Já na categoria de Fundos de Investimento foram incluídas, além dos próprios fundos como, por exemplo, GP Aetatis e Rio Bravo, as Corretoras de Valores Mobiliários, no caso a Concórdia que possui quatro fundos totalizando uma captação de R\$ 385,75 milhões.

Na categoria de serviços estão Sabesp, companhias de saneamento, fornecedores de petróleo além de instituições de ensino. Representam apenas 5% do total de emissões. Neste mesmo patamar estão as emissões de empresas do setor do agro-negócio, como por exemplo, o FIDC Dedini Agro/Dulcini a ser abordado mais a frente nesta dissertação.

Os FIDCs multi setoriais são fundos com foco em diversos setores e/ou empresas da economia. Utilizam-se como lastro empréstimos, crédito consignado, duplicatas, recebíveis mobiliários entre outros. Esse tipo de fundo começou a aparecer com mais frequência a partir de 2007, com um total de emissões num valor de R\$ 715 milhões.

Figura 5

Emissão de FIDCs por tipo de ativo desde 2002



Fonte: CVM

Neste mesmo ano foram registrados ao todo 67 FIDCs, dos quais 38 tiveram seus *ratings* publicados no site da CVM. Abaixo segue uma tabela elaborada pelo autor com a relação da avaliação realizada pelas principais agências de *rating*, que teve como base a avaliação da agência Fitch Ratings.

Tabela 7
Rating dos FIDCs em 2007

Ratings	Nº de emissões
AAA	5
AA	8
AA+	2
AA-	11
A	4
A+	1
A-	4
B	1
BB	1
BBB	1

Fonte: CVM, tabela elaborada pelo autor

Capítulo 3 – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

Neste capítulo será apresentada uma das diversas formas de securitização, especificamente o FIDC, popularmente chamados de “fundo de recebíveis”. O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios é uma das ferramentas existentes no Mercado de Capitais que, por suas características, veio realmente para ficar, e seu grande número de lançamentos tem demonstrado claramente isso. Em razão da carência de crédito, o FIDC é uma modalidade que tem crescido no Brasil de uma forma mais rápida em função das suas vantagens na obtenção de recursos financeiros. Além disso, é uma ferramenta que oferece uma vantagem contábil, dado que empresas, bancos e financeiras aperfeiçoam a utilização de seu balanço uma vez que FIDCs representam operações “*off-balance-sheet*”, proporcionando uma utilização do capital de forma mais eficiente.

Conforme visto nas informações anteriores, os Fundos de Investimentos iniciados em 2002 passaram de um montante de R\$ 75 milhões para cerca de R\$ 13 bilhões em apenas cinco anos. A introdução dos FIDCs proporcionou com que um significativo número de empresas de pequeno e médio porte, muitas pela primeira vez, pudessem acessar ao mercado de capitais, de uma forma viável, caracterizando uma alternativa ao financiamento bancário.

Esses fundos foram criados pela Resolução 2907 do Banco Central em 29 de Novembro de 2001, e tornaram-se ferramentas legítimas a partir do dia 17 de Dezembro do mesmo ano, com o registro da instrução CVM n° 356. Nesta, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios foram denominados condomínios, abertos ou fechados, possuindo todo seu patrimônio de direito aos seus respectivos cotistas. O fundo não pode falir, não pode emitir qualquer instrumento de dívida e pelo menos 50% dos recursos do seu patrimônio líquido deve ser investido na aquisição de direitos creditórios originados de diversos tipos de operações conforme critérios definidos pelo seu regulamento. Os recebíveis podem ser originados do mercado financeiro (crédito consignado, financiamento de veículos, empréstimos a pessoas jurídicas, empréstimos pessoais), mercado imobiliário (financiamento imobiliário, contratos de locação), hipotecas, via segmento industrial (vendas de varejo – CDC, contratos de compra e venda de energia, recebíveis de cartões de crédito) entre outros. No

restante da carteira, o fundo pode investir em títulos públicos, Certificado de Depósito Bancários além de outros tipos de ativos de renda fixa existentes no mercado.

Conforme apontado por Lucas (2007; p.56), carteira dos ativos dos FIDCs no ano de 2006 era composta 29% por recebíveis comerciais, 25% crédito consignado, 11% CDC de veículos entre outros como visto a seguir.

Tabela 8
Composição da carteira de ativos dos FIDCs em 2006

Ativos-Lastro	Percentual(*)
Recebíveis Comerciais	29%
Crédito Consignado	25%
CDC Veículos	11%
Factoring	7%
Contratos de Energia	7%
Créditos Imobiliários	6%
Royalties de Petróleo	2%
Recuperação de Títulos Vencidos	2%
Créditos Escolares	2%
Cartão de Crédito	2%
Outros	7%

Fonte: Mattes e Lima Neto (2007)

(*) o percentual foi calculado em relação à quantidade total de fundos de investimento

Citado anteriormente, os FIDCs podem ser concebidos na forma de condomínios abertos ou fechados. Nos fundos abertos, os investidores podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer momento, observando um prazo de carência entre 30 a 90 dias. Já nos fundos fechados, as cotas são resgatadas somente em datas pré-estabelecidas ou ao término do prazo de duração do mesmo, que podem ocorrer ou por decisão da assembléia geral dos cotistas ou pela simples expiração do prazo conforme apontado no regulamento. Essa característica de fundo é mais adequada quando se existe uma incerteza com relação ao desempenho e liquidez dos recebíveis. Caso estes não apresentem um desempenho satisfatório, podem ser encerrados

a qualquer momento, o que permite ao administrador do fundo uma melhor adaptação e planejamento do fluxo de caixa.

Com relação às cotas, esses de fundos apresentam dois tipos, as Seniores e as cotas Subordinadas. A primeira tem preferência sobre os demais tipos de cotas, para efeitos de amortização e resgate e a segunda, conforme o nome, possui direitos diversos sempre subordinados às cotas Seniores.

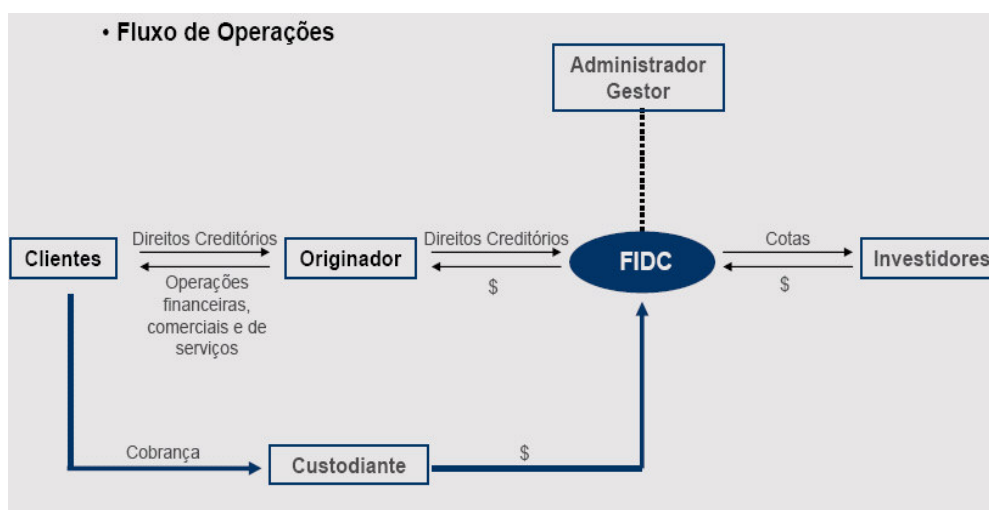
Todas as características com relação ao FIDC devem ser apresentadas em seu regulamento que devem conter, no mínimo, os seguintes pontos:

- Característica do fundo, aberto ou fechado;
- Nomeação do administrador do fundo, taxa de administração e apresentação do critério para seu estabelecimento;
- Discriminação das despesas;
- Taxa de remuneração ou de performance;
- Política de investimento, discriminando o perfil dos cotistas, prazos de investimento e duração do fundo;
- Nomeação do custodiante, auditores, agência classificadora de risco, consultores legais, e outros estruturadores caso existam;
- Condições com relação à emissão, amortização e resgate das cotas.

Os fundos de investimento fornecem às empresas ferramentas apresentando outras fontes de recursos, gerando uma menor alavancagem e possibilitando a mudança no perfil da dívida, o que permite ao final uma maior eficiência operacional.

Os recursos captados via securitização podem custar menos que empréstimos direto via instituição financeira, através de uma emissão de debênture ou própria dívida bancária. Esse fato é possível graças a segregação do risco e do reforço do crédito conhecido como *over-collaretal*. Tal estrutura permite com que o *rating* dos créditos (no caso dos FIDCs – recebíveis) seja melhor que o *rating* do órgão originador dos mesmos.

Figura 6
Estrutura Típica de um FIDC



Fonte: LinkCorp

3.1 - Papel do Administrador do Fundo

O Administrador do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios deve ser obrigatoriamente um banco múltiplo, banco comercial, a Caixa Econômica Federal, banco de investimento, uma sociedade de crédito, financiamento e investimento, sociedade corretora de títulos ou uma sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários, e acordo com o Artigo 32 da Instrução CVM nº 356/01. Tem a função de agir em defesa dos interesses dos investidores, preservando os direitos a eles garantidos na escritura do lançamento do fundo.

Conforme dito anteriormente, o Administrador do fundo deve ser nomeado no Regulamento do Fundo, apontando seus deveres e direitos bem como definir as hipóteses e condições em caso de substituição. Dentre seus direitos estão a definição da taxa de administração, ou seja, a remuneração por seu trabalho, a determinação na aquisição de compra e venda de ativos, o pagamento de amortização ou resgate de cotas além da convocação de assembleias. Com relação aos deveres, o administrador de fundos deve proteger os direitos dos investidores, verificar a qualidade do cedente dos ativos adquiridos pelo fundo, divulgação dos dados e envio de informações à CVM.

Existe também o papel do gestor, que tem como objetivo a seleção da carteira de direitos creditórios mais adequados ao propósito do fundo, bem como a precificação de tais ativos. Como uma forma de incentivo ao bom desempenho do gestor, aplica-se uma taxa de performance vinculada à rentabilidade do fundo. Nos FIDCs que não possuem uma gestão específica, as tarefas acima descritas são desempenhadas pelo Administrador sem a cobrança da taxa de performance.

3.2 - Papel do Custodiante do Fundo

O custodiante tem o papel de controlar a parte operacional assim como a parte legal de um fundo de investimento, reunindo e disponibilizando informações para a alimentação do sistema de gestão de risco e controle de desempenho. Sua função envolve também o desenvolvimento do sistema de cobrança e controle dos recebíveis, assim como realizar todas as transferências monetárias do fundo, calcular diariamente os valores das cotas e patrimônio líquido, atuar como fiel depositário de todos os contratos que lastreiam os recebíveis cedidos pelo FIDC entre outras atribuições. A presença deste intermediário é importantíssima para garantir maior segurança, trazendo ganhos de qualidade e transparência no serviço do fundo. De acordo o relatório da Moody's 2004, é de preferência que a maior parte das responsabilidades fiduciárias fique nas mãos do Custodiante, já que tais serviços são geralmente executados por um número limitado de instituições financeiras de grande porte. Tais instituições são normalmente bem capitalizadas, tendo condições de arcar com quaisquer erros que por ventura venham a afetar os cotistas do FIDC, indenizando-os por tais.

3.3 - Papel do Estruturador e do Originador

Tanto estruturador quanto originador, durante a montagem de um FIDC, devem prestar atenção em três principais pontos: documentação, cobrança e operacionalização.

Na parte da documentação deve haver uma formalização dos créditos, apresentando as rotinas e os processos, a elaboração ou contratação de um sistema de processamento de dados além da definição das rotinas e procedimentos para aprovação de crédito. Com relação à cobrança,

devem ficar atentos aos prazos, probabilidades de *default*, formas de recuperação dos créditos atrasados ou perdidos.

Já na parte operacional do fundo, deve existir uma fonte de informação com o banco nomeado para cobrança, comunicação constante com o administrador e o custodiante, definição da política de liquidez e estruturação das garantias.

3.4 - Papel do Auditor

Como é possível observar na figura acima, o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios requer o envolvimento de diversos *players* do mercado financeiro, dentre eles o Auditor. Uma auditoria independente é de fundamental importância para o adequado funcionamento da estrutura apresentada, tendo a responsabilidade de emitir relatórios dando um parecer sobre as demonstrações contábeis do FIDC.

A Auditoria Independente é uma profissão que requer, cada vez mais, uma qualificação técnica sobre os segmentos do mercado. Além da formação obrigatória em Ciências Contábeis, o auditor precisa estar autorizado pela CVM. Em Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, além obviamente de analisar as demonstrações financeiras, o auditor foca nos riscos inerentes à atividade do fundo e dos direitos creditórios que lastreiam sua operação, tudo com único e exclusivo objetivo de proporcionar maior transparência para o mercado e conseqüentemente para os investidores.

3.5 - Papel da Agência de Rating

As agências classificadoras de risco, as chamadas agências de *rating*, têm como função analisar a estrutura do programa de securitização, apresentando as formas com que os riscos inerentes ao Fundo de Investimento em Direitos Creditórios são mitigados: riscos de crédito, riscos legais, operacionais e de mercado. Faz parte também da classificação a avaliação sobre os participantes da estruturação – administrador, custodiante, distribuidor dos títulos e demais envolvidos. Os *ratings* estabelecem um padrão de risco tornando possível a comparação entre diversos instrumentos financeiros em diversos países. Em muitos casos, são os *ratings* que

levam a um aumento da base de investidores de uma instituição, ampliando seu acesso tanto ao mercado de capitais doméstico quanto ao mercado de capitais internacional.

3.6 - Comparação entre Fundos de Investimento em Diretos Creditórios – FIDCs e Sociedade de Propósito Específico –SPEs

O FIDCs são fundo mútuos, não possuindo personalidade jurídica própria e portanto não se enquadram na condição de contribuintes de tributos tais quais a Contribuição social sobre os Lucros, PIS, Cofins, IOF e a extinta CPMF. O FIDCs gozam de tratamento fiscal privilegiado como veículo securitizador, conforme apontado na tabela abaixo:

Tabela 9
Comparação entre FIDCs e SPEs

Tributação	
SPE	FIDC
PIS / COFINS: 3.65%	PIS / COFINS: Isento
Imposto de Renda PF: 22.5% p/ investimentos em até 180 dias 20% p/ investimentos em períodos entre 181 a 360 dias 20% p/ investimentos em períodos entre 181 a 360 dias 17.5% p/ investimentos em períodos entre 361 a 720 dias 15% p/ investimentos em períodos acima de 720 dias	Imposto de Renda PF: Isento
Imposto de Renda PJ e CSSL: 34%	Imposto de Renda PJ e CSSL: Isento

Fonte: Elaborado pelo Autor

- **IOF:** por se tratar de uma venda mercantil (o recebível é comprado pelo FIDC), não há incidência de IOF: redução do custo de captação;
- **IR:** os rendimentos auferidos pelo FIDC pagarão alíquota de acordo com as regras de diferenciamento de prazos estabelecidas recentemente pelo Governo;

- **PIS/COFINS:** o FIDC é um condomínio, portanto desprovido de personalidade jurídica o que lhe confere o direito da não incidência desses tributos; para o cedente, haverá o diferimento do recolhimento do tributo.

Adicionalmente existem outras despesas, custos iniciais e de manutenção, que não se aplicam a essa categoria de fundos de investimento, conforme apontado por Luxo (pág 80; 2007) na tabela a seguir:

Tabela 10

Despesas das operações de securitização convencionais e em FIDCs

Securitização Convencional	Fundos de Recebíveis
Custos (\$)	Custos (\$)
Constituição da SPC	Taxa do Administrador
Contratação do Agente Fiduciário	Contratação do Agente Fiduciário
Contratação de Auditoria	Contratação de Auditores
Contratação de Agência de <i>Rating</i>	Contratação de Agência de <i>Rating</i>
Contratação de Banco Servicer	Não necessário
Assessoria Jurídica	Assessoria Jurídica
Registro das Debêntures (CVM)	Não necessário
Publicações Legais	Publicações Legais
Despesas de Marketing e <i>Road Show</i>	Marketing e <i>Road Show</i>
Impressão de Prospectos	Impressão de Prospectos
Parecer Legal (casos especiais)	Não necessário
Registro das Debêntures (CETIP)	Não necessário
Despesas Gerais	Despesas Gerais

Fonte: Luxo 2007

A partir das tabelas acima é possível concluir que com menores custos financeiros e administrativos os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios apresentam vantagens em relação à estrutura das Sociedades de Propósito Específicas, representando certamente uma das principais razões para sua grande ascensão e destaque no mercado financeiro brasileiro. Mesmo sendo um produto relativamente recente, o FIDC proporcionou uma nova maneira de captação de recursos por parte das empresas a menores custos, o que é mais importante, além de representar uma nova alternativa de investimento.

Capítulo 4 - FIDC Dedini Agro / Dulcini, um caso de sucesso

Joamir Alves, hoje diretor presidente, foi contratado em 2004 pelos acionistas controladores do Grupo Dedini Agro para re-estruturar e preparar as empresas para a entrada no mercado de capitais. Contando com sua vasta experiência anterior de mercado financeiro adquirida em bancos como o Citibank e em empresas por exemplo Bombril, Joamir liderou o processo de informação e profissionalização do Grupo. Dentre as atividades existentes neste processo estava a descoberta de novas formas de financiamento para Dedini Agro.

Naquela época o setor sucroalcooleiro ainda sofria as conseqüências da uma forte crise que afetara fortemente as empresas nacionais produtoras de açúcar e álcool. Com o preço da *commodity* agrícola em baixa, as empresas tiveram que se alavancar fortemente para manter suas usinas e colheitadeiras em funcionamento. As linhas de crédito para foram quase que integralmente tomadas, e as que estavam disponíveis eram oferecidas a custos inviáveis para o setor do agro-negócio.

Considerando os períodos normais de descasamento de *funding* na entresafra e a necessidade de captação constante de recursos para capital de giro e crescimento do grupo, Joamir juntamente com os diretores da Dulcini S.A optaram pelo veículo Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios como a maneira mais adequada de levantamento de recursos para ambas as empresas.

Com características peculiares, o FIDC Dedini Agro / Dulcini foi o pioneiro na securitização de um fluxo futuro de recebíveis provindos de contratos do setor de açúcar e álcool.

4.1 Breve Histórico dos Originadores: Grupo Dedini Agro e Dulcini S.A

A história do Grupo Dedini Agro teve início em fevereiro de 1960 pelo Comendador Mário Dedini que fundou a empresa Açúcar e Álcool São Luiz S/A. A partir do ano de 1963 com o começo da modernização e automação dos equipamentos, a produção começou a se desenvolver, sendo necessário a compra de mais terras para o plantio da cana. Foi nessa época

que o Comendador Mário Dedini sentiu a necessidade de comprar mais fazendas e pequenas propriedades ao redor da Usina.

Nos anos seguintes houve um processo de desenvolvimento e aprimoramento técnico-físico, investiu-se na automatização dos serviços e substituição dos antigos maquinários, como a moenda por novos equipamentos, sempre usando a tecnologia da Dedini Siderúrgica e Metalúrgica (especializada na construção de Usinas de açúcar e destilaria). Ao final desse processo de modernização, a antiga usina da Companhia Brasil Rural era, na ocasião, uma Usina moderna, com equipamentos de primeira linha, aumentando consideravelmente a produção de açúcar e álcool, como também o número de terras plantadas. Esse era o embrião do Grupo Dedini Agro.

Com o passar dos anos, a empresa açúcar e álcool São Luiz, que hoje se chama Dedini S.A. Indústria e Comércio foi aumentando a sua capacidade de produção agro-industrial, com automação e modernização dos maquinários, tornando-se hoje uma das maiores produtoras de açúcar do Centro-Sul brasileiro, sendo a principal empresa do Grupo Dedini Agro.

Também no início da década de 80 com o incentivo do pró-álcool, viabilizou-se a ampliação da produção de álcool existente. Pelo fato da Usina São Luiz já estar operando na sua capacidade plena, foi realizada a construção de uma nova destilaria em São João da Boa Vista, ponto geograficamente bem localizado próximo a Paulínia e de fácil acesso ao Porto de Santos. Em 1995 com a diminuição da procura pelo álcool, a destilaria agora já construída, recebeu equipamentos para produção de açúcar através do sistema de vácuo contínuo. A partir daí criou-se a Dedini Açúcar e Álcool Ltda.

Hoje a produção de açúcar e álcool do Grupo Dedini é realizada em cinco unidades industriais dentre elas:

4.2 Dados Quantitativos Sobre o Grupo Dedini:

Tabela 11 **Evolução da Moagem de Cana**

Safra (em toneladas)	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07
Própria em terra própria	387.764	386.860	313.939	419.612	417.710
Própria em terra arrendada	2.357.921	2.526.819	2.597.412	2.848.373	2.947.014
Terceiros com contratos	878.318	1.014.679	1.087.251	1.415.783	1.559.620
Total Moagem de Cana (ton.)	3.624.003	3.928.357	3.998.602	4.683.768	4.924.345
Evolução com base nas Safras 02/03	0,00%	8,40%	10,30%	29,20%	35,90%
Evolução com base nas Safras 04/05	0,00%	0,00%	0,00%	17,10%	23,20%

Fonte: Link Corp

Tabela 12

Evolução da Produção:

Safra (em toneladas)	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07
Açúcar Branco – Mercado Interno (ton.)	203.563	246.530	165.016	155.016	155.135
Açúcar Branco e VHP – Mercado Externo (ton.)	71.465	28.049	47.353	81.168	155.135-
Açúcar Líquido (ton.)	55.832	75.021	75.487	139.971	100.000
Álcool Anidro (m³)	19.553	46.952	4.718	17.202	-
Álcool Hidratado (m³)	50.816	33.195	105.348	84.391	119.714

Fonte: Link Corp

Tabela 13

Rendimento Agrícola (toneladas/hectare):

Safra	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07
Total (incluindo terra próprias e arrendadas)	84,76	87,3	87,55	89,8	81,73

Fonte: Link Corp

Tabela 14

Faturamento (Grupo Dedini Agro – R\$ mil)

Exercício	2002/2003	2003/2004	2004/2005
	319.015	297.984	408.918

Fonte: Link Corp

Tabela 15

Faturamento (Dedini Açúcar e Álcool Ltda. – R\$ mil)

Exercício	2002/2003	2003/2004	2004/2005
	134.641	138.446	227.409

Fonte: Link Corp

Já a Dulcini S.A iniciou suas atividades em 1998 concentrando-se na produção e comercialização de sacarose líquida. Um ano depois incorporou a marca Gludex, que há mais de 30 anos detém a liderança do mercado brasileiro.

Hoje atua em todo mercado nacional e em outros 14 países, exportando cerca de 10% do que produz, contando com uma ampla linha de produtos com diferentes especificações, distribuídos em três famílias: Açúcares Líquidos Refinados DULCI, Açúcares Líquidos Invertidos GLUDEX e Xaropes de Caramelo XARIN. Os recursos obtidos com o fundo seriam aplicados no desenvolvimento de novos produtos, com objetivo de conquistar maior presença no mercado nacional.

4.3 Estruturação do FIDC

Faz parte do perfil de negócio da maioria das empresas do setor agrícola a necessidade de capital de giro durante o período de entressafra. São custos de manutenção da lavoura, compra de equipamentos e fertilizantes, manutenção do estoque de produtos entre muitos outros.

Conforme apontado no início deste capítulo, em função da crise que afetou o setor sucroalcooleiro, houve uma forte corrida dessas empresas aos bancos por capital, via emissão de dívida ou simples empréstimos, todas operações a custos muito elevados. Com o preço da cana em patamares baixíssimos, muitas empresas não conseguiram arcar com suas obrigações e acabaram por rolarem essas dívidas, elevando ainda seus níveis de alavancagem. Não querendo seguir o mesmo comportamento, os diretores das empresas Dedini e Dulcini decidiram pelo FIDC como melhor forma de financiamento.

Para coordenarem a estruturação do primeiro Fundo de Investimento em Direitos creditórios para o agro-negócio foram contratadas as empresas Link Corp Consultoria Financeira Ltda, juntamente com a Gaininvest do Brasil, que tiveram como primeiro desafio a identificação do ativo a ser utilizado como lastro pelo FIDC.

As empresas Dedini Agro e Dulcini vendem tanto para o mercado interno quanto externo, a partir de contratos de longo prazo firmados antes mesmo do plantio da cana. Dentre os clientes da Dedine Agro, estão nomes como ARCOR, Coca-Cola, Ajinomoto, já alguns clientes da Dulcini são Danone, Schincariol, Cargill, Clariant e Nestlé do Brasil, ou seja, empresas de grande significância que dificilmente não cumprem com suas obrigações. A taxa de inadimplência e atraso desses contratos era muito baixo, aproximadamente 5%. Em razão da segurança e da garantia por serem acordos de longo prazo, foi escolhido como lastro para o fundo os fluxos futuros de recebíveis dos contratos firmados com estas empresas.

Conforme tabela abaixo, fizeram também parte da montagem do fundo os seguintes intermediários:

Tabela 16

Participantes do FIDC Dedini Agro / Dulcini

Coordenador Líder			
Banco Standard de Investimentos S.A.			
Instituição Estruturadora		Instituição Co-Estruturadora	
Linkcorp Consultoria Financeira Ltda.		Gainvest do Brasil Asset Management Ltda.	
Administração	Gestão	Custódia e Controladoria	Seguradora
Oliveira Trust	Linkcorp Consultoria Financeira Ltda.	CITIBANK DTVM S.A.	MAPFRE VERA CRUZ SEGURADORA S.A.
Distribuição das Quotas			
Banco Standard de Investimentos S.A.			
Agência Classificadora de Risco	Cobrança dos Direitos Creditórios Elegíveis	Assessoria Legal	Auditoria
FITCH RATINGS	BANCO DO BRASIL S.A.	Freitas e Leite Advogados	KPMG AUDITORES INDEPENDENTES

Fonte: Prospecto do FIDC Dedini Agro/Dulcini

Todas as informações com relação aos contratos passaram a ser de responsabilidade do Citibank DTVM, uma exigência legal conforme instrução nº356 da CVM. Para cobrança desses contratos foi aberta uma conta corrente no Banco do Brasil onde passariam a ser feitos os depósitos equivalentes aos valores dos contratos. Desde então, observou-se uma estrutura de fundo muito compacta e consolidada, com *players* importantes e reconhecidos no mercado, o que proporcionou uma credibilidade ainda maior para esse FIDC.

Depois de estabelecido o ativo em questão, havia a necessidade de definir o perfil do fundo, o patrimônio líquido, perfil das cotas e suas rentabilidades, além de definir o tipo de investidores alvo. Essa etapa foi considerada a mais trabalhosa, pois houve a necessidade de uma análise tanto micro, equivalente aos fluxos de pagamento dos contratos, quanto macroeconômica aproveitando uma janela de liquidez que se abrisse no mercado financeiro brasileiro.

Por se tratar do primeiro FIDC de empresas do agro-negócio havia certa incerteza com relação ao seu sucesso. Os estruturadores não queriam ir ao mercado com um ativo que não fosse atrativo às empresas cedentes e principalmente aos investidores. Foi definido que o fundo seria criado para proporcionar recursos de curto prazo e que o mesmo teria duração de 12 meses.

Para decisão de qual tamanho seria o fundo foram levados em considerações dois aspectos. O primeiro foi em relação ao aspecto estrutural das empresas cedentes, ou seja, havia uma necessidade de captação constante de capital de giro de ambas. Além disso, os recursos provenientes do fundo tinham como finalidade o financiamento da expansão do Grupo, no caso da Dedini Agro, e desenvolvimento de novos produtos e tecnologias para a Dulcini. Já o segundo aspecto tratava-se do ambiente conjuntural daquele momento, no qual em razão da crise no setor sucroalcooleiro até meados de 2005, a maioria das empresas do setor apresentavam restrições de crédito, sendo necessária a obtenção de uma quantia relativamente significativa. Todas as decisões e características do fundo foram expostas em seu regulamento que teve a avaliação e a opinião legal dada pelos advogados do escritório Freitas e Leite.

O valor ideal definido de patrimônio líquido para o FIDC foi de R\$ 80 milhões, sendo que 95% desse montante seria distribuído em 76.000 cotas sênior no valor de R\$ 10.000,00 (dez mil reais) cada e o restante em cotas subordinadas. Tratava-se de um fundo sob forma de condomínio fechado, no qual suas cotas seriam remuneradas a 110% do CDI, tendo como características de amortização um mês de carência além de onze parcelas mensais. Todas as cotas seniores apresentavam seguro integral de performance garantido pela Mapfre. Criaram também mecanismos adicionais de solvência e liquidez (razão de garantia, sobrecolateralização etc.) para segurança do cumprimento do cronograma de resgate das cotas.

Ao analisar os contratos e concluir que não apresentavam riscos de performance e inadimplência, a Fitch Rating classificou o fundo como AA-, ou seja, existia uma alta qualidade dos créditos, denotando uma expectativa de risco muito baixa. Essa avaliação indicou aos investidores uma capacidade muito elevada de pagamento dos compromissos financeiros previamente estabelecidos.

O público alvo do FIDC Dedini Agro/Dulcini foram investidores qualificados, dentre eles fundos de investimento classificados como “Renda Fixa” e “Multimercado”, nos termos do inciso II do artigo 91 da Instrução CVM n.º 409/04. O valor mínimo de subscrição no período de distribuição de quotas seniores foi de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) sem limite máximo de subscrição por investidor. Esse fundo apresentou a vantagem de ter como coordenador líder e distribuidor das cotas um banco de investimento estrangeiro, o Banco Standard de Investimento S.A, que com sua presença ao redor do mundo conseguiu atrair investidores de todos os continentes.

O grande desafio encontrado por toda a equipe de estruturação foi elaborar um fundo de investimentos com características nunca antes vistas no mercado, de duas empresas do agro-negócio, garantindo a total segurança de subscrição de cotas baseadas em contratos com entrega futura de produtos. Com a presença de renomados *players* do mercado financeiro foi possível montar uma estrutura que fosse ideal tanto para as empresas quanto para os investidores. O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Dedini Agro/Dulcini foi um grande sucesso.

Mesmo com as severas restrições da CVM, o fundo cumpriu com o objetivo de conferir visibilidade às empresas originadoras ao mercado de capitais, através de um menor custo de *funding* se comparado com formas mais comuns de financiamento. A gestão adequada dos ativos proporcionou o resgate das cotas na sua integralidade protegendo integralmente dos investidores.

Adicionalmente, o FIDC Dedini Agro/Dulcini foi uma ferramenta inovadora para o processo de governança corporativas das empresas do setor do agro-negócio. Com o desenvolvimento do mercado financeiro nacional e a profissionalização das empresas desse setor, a tendência é que fundos como esse ocorram com maior frequência e que apresentem o mesmo sucesso. Só no ano de 2007, as empresas do agro-negócio levantaram através de FIDCs um valor aproximadamente de R\$ 1.5 bilhão.

Considerações Finais

O objetivo principal desta dissertação foi apresentar a ferramenta securitização e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios de uma maneira mais simples do que qualquer livro ou manual de Finanças. Para tanto foram apresentados diversos dados e informações na tentativa de tornar o tema ainda mais interessante.

Mesmo sendo uma ferramenta financeira já tradicional nos Estado Unidos e na Europa, a presença da securitização no Brasil através dos Fundos de Investimento em Direitos Creditório é ainda pequena se comparado com a dimensão do mercado financeiro local. A falta de informação tanto das empresas originadoras quanto das empresas que detém o conhecimento sobre tal ferramenta financeira torna o processo de seu desenvolvimento mais lento, porém com a eficiência do mercado, e a constante busca pela otimização da estrutura de capital proporcionando maiores retornos para os acionistas, a securitização e os FIDCs certamente tornar-se-ão algo fundamental para todas as empresas do país.

Referências Bibliográficas

BACEN; www.bcb.gov.br/; 30 de Outubro de 2007.

CVM; www.cvm.gov.br/; 30 de Outubro de 2007

SIFMA: Securities Industry and Financial Markets; www.sifma.org; 15 de Abril de 2008

EUROPEAN SECURITIZATION COUNCIL; www.europeansecuritization.com; 12 de fevereiro de 2008

LIMA NETO, LUCAS; *Securitização de Ativos A Era da desintermediação Financeira*; 1º Edição; São Paulo: Zouk; 2007.

FREITAS, RICARDO; *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*; 1º Edição; Quartier Latin; 2005.

CARNEIRO QUEIROZ, J.E; *Caminho Fácil e Seguro*; Revista Capital Aberto, Ano 1, nº12, Agosto 2004.

CAMINHA, UINIE; *Securitização*; 2º Edição; Saraiva; 2007.

HENDERSON, J.SCOTT; “*Securitization*”; *New York Institute of Finance*; Nova York, 1988; pag 182.

KOTHARI, V; *Securitization: the financial instrument of the new millennium*; Calcutá, 1999; pag 498

KRAVITZ, J; *Introduction to Securitization*; New York: Mayer, Brown & Platt, 1998.

ALTMAN, E., CAOUETTE, J.B., NARAYANAN, P; *Gestão de Risco de Crédito: o próximo grande desafio financeiro*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000.

CUMMINS, J.D; *Securitization of the life insurance assets and liabilities*. The Wharton Financial Institutions Center. Working Paper: January, 2004.

IACOBUCCI, E.M., WINTER, R.A; *Asset securitization and asymmetric information*. Journal of Legal Studies: January, 2005.

KOTHARI, V; *The true sale question*; disponível no site www.vinodkothari.com; 16 de Abril de 2008.

ROCCA, C.A; *Mercado de capitais eficiente: condição para o crescimento sustentado*. Instituto Nacional de Altos Estudos, Estudo de Pesquisa n° 67. Rio de Janeiro: Maio, 2004.

STONE, C.A., ZIZZU, A; *The securitization markets handbook*. Nova York: 2005.

ASSAF, Alexandre, Neto; *Mercado Financeiro*

SANTOS, J; *FIDCs: fôlego para as empresas e segurança para os investidores*. CEO, Brasil, Ano 1: Janeiro, 2005.

PINHEIRO, Juliano Lima; *Mercado de Capitais – Fundamentos e Técnicas*; 3° Edição; São Paulo: Atlas / Bovespa 2005.

KENDALL, L.T., FISHMAN, M.J; *A Premier on Securitization*. Cambridge: MIT Press, 2000.

LUXO, José Carlos Augusto; *O impacto da securitização de ativos nos indicadores financeiros e no beta das empresas*. São Paulo: 2007

LIMA NETO, LUCAS; *Securitização de ativos: iniciando a exploração da nova fronteira*. São Paulo: 2007.

KLEE, K.N., BUTLER, B.C; *Asset-backed securitization, special purposes vehicle and other securitization issues*. Uniform Commercial Code Law Journal: September, 2002.

CROUHY, M.G; *Risk Management*. New York: MacGraw-Hill, 2001.

WATANABE, Roberto: *Fundo de Recebíveis (FIDCs): o Crescimento e Popularização das Operações de Securitização no Brasil*. Relatório Especial Moody's: Outubro, 2004.