



FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS E SEUS DIFERENCIAIS TRIBUTÁRIOS

Marlise Amália Reinehr Dal Forno¹

Tatiane Fogaça Sessim²

RESUMO

Este artigo tem como principal objetivo analisar as características dos fundos de recebíveis (FIDCs) e suas particularidades tributárias. O mercado financeiro e de capitais está em constante desenvolvimento e para atender as necessidades de empresas e investidores é de suma importância que sejam criados mecanismos privados de financiamento que permitam que as empresas possam captar recursos em condições favoráveis, principalmente no que diz respeito aos custos das operações. Para fundamentar a análise proposta, serão apresentadas contribuições de autores que colaboraram com o melhor entendimento da securitização de recebíveis, dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e de outros produtos com lastro em recebíveis.

Palavras-chave: Securitização de recebíveis. Fundo de recebíveis (FIDC). Direitos creditórios.

ABSTRACT

This article aims to analyze the characteristics of the receivables funds (FIDC) and its branches particularities. The financial and capital market is in constant development and to meet the needs of companies and investors is of paramount importance that created private financing mechanisms that allow companies to raise capital on favorable terms, especially with regard to the costs of operations. To support the analysis proposed, author contributions will be presented cooperating with a better understanding of these securitization of receivables, investment funds in receivables (FIDC) and other products backed by receivables.

Keywords: Securitization of receivables. Receivables fund (FIDC). Receivables.

1 INTRODUÇÃO

O mercado financeiro e de capitais, por sua natureza, são mercados dinâmicos que necessitam de mudanças e que estão a todo o momento se renovando. Frente as diversas situações a realidade econômica também sofre

¹Doutora em Geografia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS/Professora do Departamento Interdisciplinar do Campus Litoral Norte da UFRGS. Contato: marlise.forno@ufrgs.br

²Especialista em Mercado de Capitais pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul/ Coordenadora do Núcleo Financeiro do Campus Litoral Norte. Contato: tatiane.sessim@ufrgs.br



mudanças e com isso são criados novos instrumentos financeiros para se adequar às necessidades de investidores e empresas, como por exemplo, a securitização de recebíveis.

A securitização de recebíveis tem sido uma das formas de financiamento que mais tem crescido no Brasil e no mercado de capitais de todo o mundo. Muitas empresas têm utilizado esta ferramenta como parte de sua estratégia de negócio, tornando-se uma fonte de financiamento com custos inferiores as operações de créditos realizadas junto a instituições financeiras.

No Brasil, a securitização de recebíveis tem se mostrado uma interessante fonte de financiamento para empresas e instituições financeiras que não possuem pleno acesso ao mercado financeiro. O aumento na oferta de recebíveis é uma tendência internacional que vem acompanhada de uma profunda transformação tecnológica, cujo resultado é uma mudança gradual do modelo clássico de intermediação financeira para um novo modelo.

Nos últimos anos as operações de securitização na forma de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs) vem conquistando a confiança dos investidores, pois surgiu como uma possibilidade atraente para aplicação de seus recursos.

O Fundo de Investimento em Direito Creditório (FIDC) é um produto relativamente novo no mercado brasileiro. Tendo em vista a necessidade de financiamento das empresas, a pequena oferta e o alto custo do crédito bancário o FIDC tem um enorme potencial de crescimento. Este produto também se torna atrativo por estar voltado para grandes investidores, observando que ele oferece maior rentabilidade e nível de risco equivalente aos produtos já existentes no mercado. Existem outras alternativas de investimento com lastro em recebíveis, como por exemplo, os Certificados de Recebíveis Imobiliários, os Certificados de Recebíveis de Agronegócio e os FICFIDC que são Fundos de Investimentos que investem no mínimo 95% do seu patrimônio líquido em cotas de FIDC.

Nos últimos anos tem-se percebido as mudanças que vem ocorrendo no mercado de capitais brasileiro com o objetivo de tornar a economia mais dinâmica, aumentar a poupança interna e possibilitar novas fontes de financiamento. Um dos



aspectos relevantes é a redução da carga tributária que os investidores estão sujeitos.

A Instrução Normativa SRF nº 487, de 30 dezembro de 2004, que dispõe sobre o imposto de renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos em operações de renda fixa e renda variável e em fundos de investimentos, alterada pela Instrução Normativa RFB nº 822, de 12 de fevereiro de 2008 e revogada pela Instrução Normativa RFB nº 1.022, de 05 de abril de 2010. Essa tributação dos fundos de investimento tinha como objetivo criar alíquotas diferentes de acordo com o prazo que o recurso fica aplicado. A tributação nos fundos de investimentos é distinta, inicialmente, dependendo da natureza do fundo: previdência, ações, renda fixa e outros.

A alteração da lei, naquele momento, passou a exigir do investidor mais cautela na hora de movimentar seus recursos, pois a falta de conhecimento da forma de tributação poderia custar caro para o mesmo, gerando, por exemplo, mais imposto de renda a pagar. Sendo assim, foi observado que conhecer novas oportunidades de investimentos e de financiamentos é fundamental, tanto para os agentes deficitários (tomadores de recursos) quanto para os agentes superavitários (aplicadores de recursos).

Desta forma, frente a constante necessidade de capital de giro, principalmente pelas pequenas e médias empresas, e a busca dos investidores por novas alternativas para aplicação de seus excedentes de caixa, aliado a maior rentabilidade e riscos menores, será analisado neste artigo as características do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios e os seus diferenciais tributários.

2 SECURITIZAÇÃO

A securitização de recebíveis é uma das formas de financiamento que mais tem crescido em todo o mundo. A modernização do mercado de capitais é essencial para o desenvolvimento da economia em geral. Desta forma, a securitização de recebíveis se tornou uma ferramenta inovadora, propiciando assim, que empresas



possam ir em busca de novas fontes de captação de recursos para suprir necessidades de capital de giro de curto e de longo prazo.

A palavra securitização advém do termo *securities* que em inglês se refere a títulos de crédito e valores mobiliários. Pavarani (2007) explica que nos E.U.A a securitização iniciou-se em 1970 quando as agências governamentais promoveram o desenvolvimento do mercado de títulos lastreados em hipotecas, com isso as instituições financeiras perceberam que poderiam estender esse lastro incorporando outros tipos de ativos.

Em 1983 foi elaborado o *Commercial Paper* lastreado em duplicatas, em 1985 os recebíveis financeiros foram utilizados na securitização com a introdução de títulos lastreados em recebíveis.

A Pentágono (2007) acrescenta dizendo que na metade dos anos 80 a *Sperry Lease Corporation* securitizou contratos de leasing de computadores e a partir daí o mercado de *bonds* presenciou a introdução de diversas operações estruturadas nas quais o risco de crédito na emissão não era mais baseada no risco de crédito do emissor. Esses títulos eram estruturados de tal forma que o lastro fosse um *pool* de recebíveis, originadas por operações de crédito, sendo que o fluxo de caixa dos títulos espelhava o fluxo de caixa dos recebíveis. Esse tipo de estrutura ficou conhecido como *Asset Backed securities*.

Coradi (2005) comenta que após ter se desenvolvido nos Estados Unidos, o mercado de securitização se expandiu pela Europa, através da Inglaterra, iniciando pela securitização no setor de hipotecas, logo após no setor de automóveis e em seguida habitações.

Conforme Securato (2005) no Brasil o auge das operações *off-balance* foi a constituição das empresas de propósito específico – SPE, sendo a primeira operação de securitização realizada em 1992, através da emissão de debêntures da Mesbla Trust.

Ao final de 2001 o governo autorizou a constituição dos fundos de recebíveis, com o objetivo de ampliar esses instrumentos estruturados, ressaltando-se que o custo de constituição dos fundos de recebíveis é menor do que o das formas de securitização.



O UQBAR (2007) comenta que no começo dos anos 90 aconteceram no mercado internacional as primeiras operações de securitização realizadas por empresas brasileiras. A Embratel “securitizou” o fluxo futuro de créditos que a mesma teria com a empresa americana AT&T. A mesma metodologia foi utilizada na operação realizada pela Varig, que “securitizou” seus créditos futuros provenientes das vendas de passagens aéreas feitas no exterior e pagas com cartões de crédito.

No mercado brasileiro existe um pequeno número de operações de securitização até a recente criação de legislação e regulamentação específica para dois novos tipos de entidades emissoras: as companhias securitizadoras e os fundos de investimentos em direitos creditórios. Somente em 2003 foram lançados no mercado os primeiros fundos de recebíveis.

A Pace (2007) acrescenta dizendo que as primeiras operações de securitização ocorridas no Brasil foi na década de 1980. A emissão do valor mobiliário era realizado pela própria empresa originadora dos créditos. Desta forma, a empresa originadora emitia debêntures com garantia real (penhor de créditos provenientes das operações normais da empresa) para que houvesse a garantia no pagamento do valor das debêntures era realizado o penhor dos créditos a receber que a empresa emitente possuía junto a seus clientes. Neste tipo de operação não existe a segregação dos direitos creditórios do patrimônio da sociedade originadora. Desta forma, o investidor fica exposto ao risco do tomador de recursos, e neste caso acaba não existindo a verdadeira securitização. Nesse tipo de modalidade não existe a participação da sociedade de propósito específica que é utilizada como instrumento de segregação do risco inerentes da sociedade emissora dos valores mobiliários. Este tipo de operação ainda é realizada, mas de forma esparsa.

Em meados da década de 90, um outro tipo de securitização passa a ser realizada no Brasil: o *asset backed securities*. Caminha (2005) acrescenta dizendo que foi a partir da entrada em vigor de legislações específicas, como a Lei dos Créditos de Recebíveis Imobiliários (CRI), que o mercado começou a sentir mais segurança para a realização de operações de securitização.



O primeiro marco regulatório que sinalizou a intenção de incentivar essas operações é de 1997 a lei N°. 9.514 trouxe a regulação para a securitização imobiliária. Em seguida foi criada uma resolução do Conselho Monetário Nacional, em 2000, que tratou da securitização de créditos de instituições financeiras. Neste caso, as instituições são as originadoras dos recebíveis que serão securitizados.

Em 2001 foi criada pela Comissão de Valores Mobiliários a Instrução Normativa N° 356 que trata sobre os Fundos de Investimento de Direitos Creditórios (FIDCs). A partir dessa instrução houve a permissão expressa para realização de securitização de quaisquer tipos de recebíveis empresariais. Esta instrução normativa concedeu ao segmento uma segurança jurídica que impulsionou as operações.

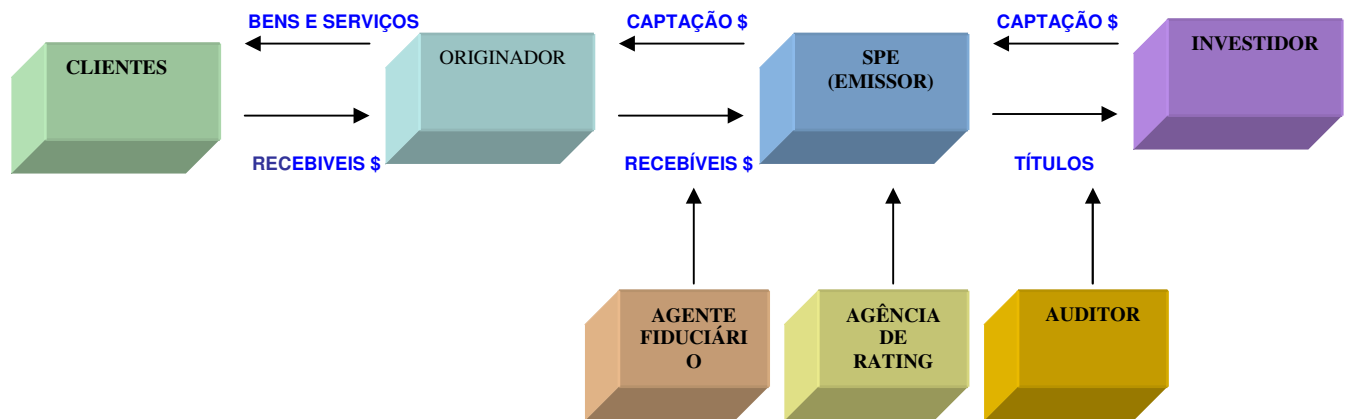
Podemos observar que as operações de securitização passaram por um longo caminho até serem vistas pelo mercado brasileiro como um instrumento importante para o mercado financeiro e de capitais e que gradativamente tanto governo quanto agentes de mercado e órgãos reguladores estão procurando expandir as operações de securitização para que tomadores de crédito e investidores possam ter novas alternativas para atender cada vez mais as suas necessidades.

3 ESTRUTURA DE SECURITIZAÇÃO

A securitização tem como característica fazer com que o fluxo de recebimento futuro de uma empresa seja antecipado através da emissão de títulos e valores mobiliários que tem como lastro os recebíveis.

A Andima (2005) diz que para que este tipo de transação seja possível é necessário o envolvimento de alguns participantes, conforme será demonstrado a seguir.

FIGURA 1 - Estrutura simplificada de uma securitização



:

Fonte: Ronald Domingues, 2007

- Clientes – Os clientes adquirem os bens ou serviços oferecidos pela empresa originadora, assumindo um compromisso de pagamento futuro.
- Originador – É a empresa ou companhia geradora de recebíveis ou qualquer pessoa jurídica que geram recebíveis a prazo dentro de sua estrutura de vendas.
- SPE – As Sociedades de Propósito Específico são empresas constituídas especialmente para comprar os recebíveis das companhias originadoras, utilizando este lastro para a emissão de valores mobiliários.
- Investidor – Os investidores são os compradores dos títulos e valores mobiliários emitidos pela Sociedade de Propósito Específico.
- Agente fiduciário (*Trustee*) – Tem a função e a obrigação de supervisionar a perfeita liquidação dos títulos da carteira.
- Agência de Rating – A agência de rating será responsável pela classificação do risco de crédito da empresa originadora dos recebíveis.
- Auditor – O auditor será responsável por comprovar todos os relatórios operacionais emitidos pela empresa originadora e também os relatórios emitidos pela instituição financeira responsável pela cobrança.



4 OPERAÇÕES ESTRUTURADAS

Uma operação de emissão de títulos é chamada “estruturada” quando cria um grupamento de ativos através da formação de uma pessoa jurídica específica para administrar tais ativos e seu rendimento. A estrutura criada pretende dissociar o risco deste agrupamento de ativos dos riscos gerais da empresa originadora do ativo.(NESS JR., 2007, p.91)

O mercado de operações estruturadas brasileiro está se expandindo de forma significativa. O que tem sustentado este crescimento são as transações já existentes no mercado e os diversos tipos de ativos usados para realização destas operações. Abaixo serão descritos dois tipos de operações estruturadas com lastro em recebíveis que são praticadas no Brasil.

CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários

Conforme a COSIF (2007) são títulos de renda fixa lastreados em créditos imobiliários - fluxos de pagamentos de contraprestações de aquisição de bens imóveis, ou de aluguéis – emitidos por sociedades securitizadoras de créditos imobiliários. A criação do CRI partiu da Lei 9.514/97 e que posteriormente foi alterada pela MP N° 2.223/01 e Lei N° 10.931/04. Uma importante característica do CRI é a isenção de imposto de renda sobre sua remuneração, para investidores pessoas físicas a partir de 01/01/2005, de acordo com a Lei N° 11.033/94.

CRA – Certificado de Recebíveis do Agronegócio

Conforme a COSIF (2007) este título de crédito é vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade



agropecuária. Este papel só pode ser emitido por companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio, com base em recebíveis adquiridos.

Se pode constatar que as operações lastreadas em imóveis estão em expansão, mas os direitos creditórios comerciais, empréstimos pessoais e financiamentos de veículos continuarão sendo as principais classes de ativos a serem securitizadas, pois conforme os intermediários brasileiros vão se especializando na área de securitização mais complexas podem ser as novas estruturas criadas no mercado.

5 A CRIAÇÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITO CREDITÓRIO (FIDC)

O Fundo de Recebíveis que juridicamente é denominado Fundo de Investimento em Direitos Creditórios é uma nova modalidade de Fundo de Investimento. As companhias estão aderindo a esta nova forma de captação, inclusive, empresas de capital fechado que encontram no FIDC uma alternativa para captar recursos através de investidores. Desta forma, o FIDC ocupou também, um papel mais estratégico no plano de negócio das pequenas e médias empresas. Securato (2002) afirma que a constituição do FIDC foi autorizada pelo Banco Central do Brasil através da Resolução nº 2.907 de 29/11/2001. O Fundo de Investimento em Direito Creditório é destinado à aplicação em direitos creditórios e também em títulos representativos desses direitos. O objetivo do FIDC é proporcionar uma maior liquidez ao mercado de crédito, com nível reduzido de risco e também ampliando a oferta de recursos no sistema como um todo.

Paralelamente foi autorizada a constituição e funcionamento dos Fundos de Aplicação em Quotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FICFIDC), que tem por objetivo a aplicação de recursos em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios, ou seja, uma instituição administradora de recursos poderá constituir apenas um FICFIDC e passar a aplicar em FIDC de outras administradoras de recursos.



A criação do FIDC propiciou as companhias de pequeno e médio porte pudessem ter acesso ao mercado de capitais de uma forma viável, proporcionando a estas empresas mais uma alternativa de financiamento que não fosse o financiamento bancário que geram um alto custo para estas companhias.

Conforme Vieira (2007) o primeiro FIDC foi registrado no mercado brasileiro em dezembro de 2002 e tinha lastro em créditos concedidos pelo BMG a servidores públicos, o que serviu como inspiração para uma onda de fundos que usou como base as operações de crédito consignado e crédito direto ao consumidor. A autora acrescenta que entre os maiores FIDCs do mercado estão o da Cemig, o do Pão de Açúcar e o da BCSulVerax, todos lastreados em créditos de financiamento.

Antes do surgimento dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios se utilizava as Sociedades de Propósitos Específico como veículo de securitização e emissor de títulos e valores mobiliários. As SPEs comparadas aos FIDCs possuem um custo fiscal mais elevado tanto para emissores quanto para investidores. Por suas características o FIDC tem-se mostrado uma forma alternativa às SPE – Sociedade de Propósito Específica, na medida em que, ao dispensar a criação de uma sociedade anônima, que é o caso da SPE, desonera a operação dos respectivos custos, inclusive os tributários, como PIS, Cofins, IRPJ e CSSL. O FIDC é classificado pela Associação Nacional dos Bancos de Investimentos - ANBID como um fundo de renda fixa.

Conforme a Andima (2005) empresas que não possuem estrutura e nível de risco que as possibilitem utilizar instrumentos tradicionais do mercado de capitais, como por exemplo, debêntures e notas promissórias – passam a ter mais uma alternativa para captação de recursos, a custos mais baixos, uma vez que o lastro da carteira é baseado em ativos com risco inferior ao da própria empresa originadora dos recebíveis.

Vale lembrar que a venda ou cessão dos recebíveis de créditos para um fundo de investimentos impede a empresa de renegociar os créditos com os seus clientes. Algumas empresas conseguem contornar tal situação substituindo por novos lastros o lastro que está em atraso.



A segregação do risco do originador, da possibilidade de pulverização dos sacados e da estrutura que existe em torno desta operação podem mitigar o risco dos Fundos de investimento em direito creditório como, inclusão de garantias ao investidor por meio de subordinação de cotas e a contratação e o envolvimento de agentes com capacidade reconhecida pelo mercado.

Do ponto de vista do investidor, que para aplicação no FIDC deve ser necessariamente um investidor qualificado, esta nova alternativa de investimento está aliada a algumas características importantes:

- a) Pulverização de risco ou sacado com risco muito baixo;
- b) Colaterização pelas cotas subordinadas ou outra modalidade de garantia;
- c) Boa avaliação de risco;
- d) Rentabilidade superior do que a dos ativos disponíveis no mercado financeiro com nível de risco equivalente.

Podemos observar que o FIDC é um instrumento que pode ser utilizado tanto por investidores do mercado de capitais quanto por empresas com necessidade de capital de giro. Para as empresas que financiam seus clientes, recebendo a prazo, os fundos de recebíveis possuem algumas vantagens, como por exemplo, reduzem custos de captação, alongam o perfil da dívida, estabilizam o “funding” e melhoram os índices de balanço ao reduzir o endividamento.

Como foi visto, o FIDC oferece vantagens, também, para o investidor, pois neste caso não existe o papel do intermediário financeiro, que gera alto custo nas operações de crédito. Desta forma, o investidor recebe um produto com boa rentabilidade e com menor risco.

6 CARACTERÍSTICAS DO FIDC

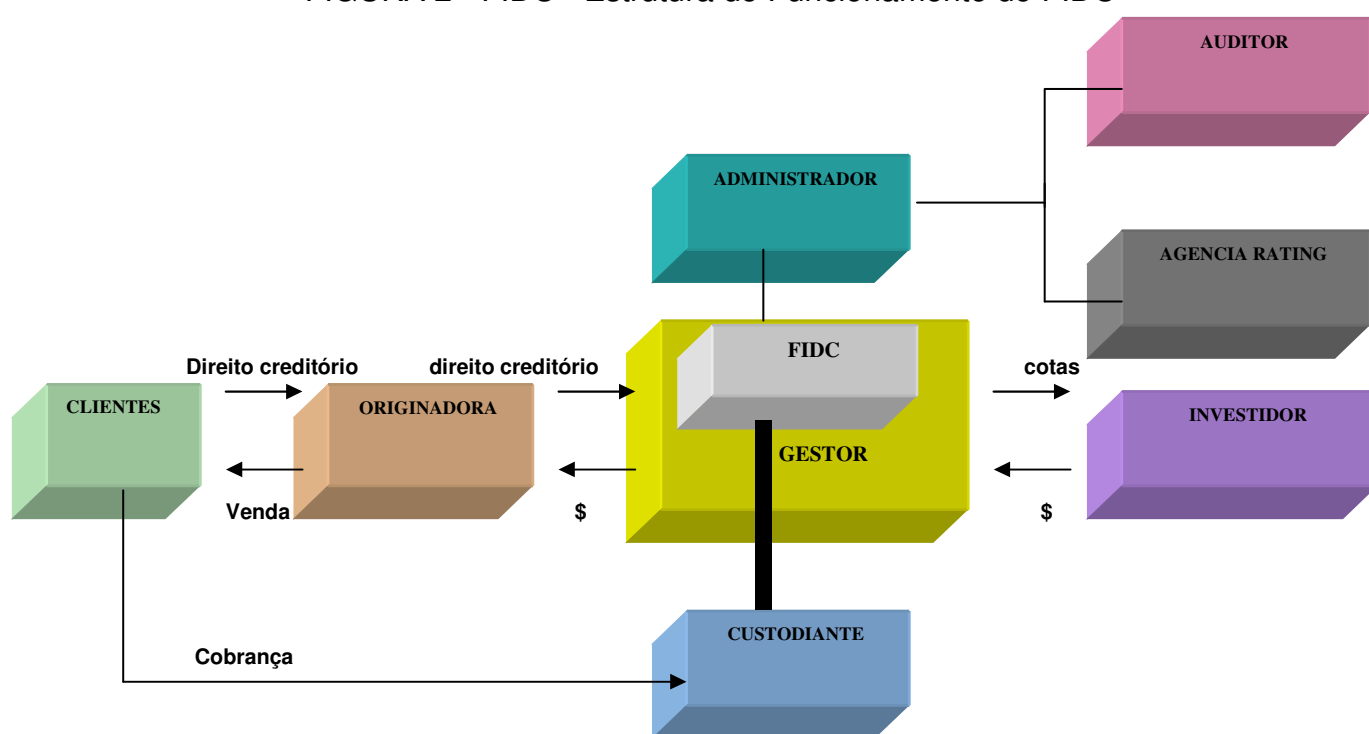
O Fundo de Investimento em Direito Creditório é um instrumento recente no mercado brasileiro, mas que foi elaborado para atender aos novos desafios do mercado financeiro e de capitais e para que empresas que estão em atual fase de crescimento na economia possam captar recursos a um custo mais baixo. Este



instrumento também vai atender os investidores institucionais que necessitam crescentemente de novas alternativas de aplicação de seus recursos.

A estrutura a ser apresentada é na realidade uma representação de uma estrutura típica de FIDC praticada pelo mercado. Sintetizar todas as possibilidades de estruturação deste instrumento em um único exemplo seria impossível, visto a sua complexidade.

FIGURA 2 - FIDC - Estrutura de Funcionamento do FIDC



:

Fonte: Ronald Domingues, 2007

Em sequência, as características e finalidades de cada um dos participantes de um Fundo de Investimento em Direito Creditório.



RISCOS RELACIONADOS AO FIDC

Todos os fundos de recebíveis devem ser avaliados por uma agência de classificação de risco, sendo assim, quanto mais eficiente for o mecanismo de estruturação para minimizar possíveis perdas, melhor será a nota atribuída pela agência de risco. Desta forma, é interessante que os investidores que pretendem diversificar seus investimentos estejam atentos a “nota” (*rating*) que o FIDC recebeu e também aos riscos atrelados a esta modalidade de Fundo de Investimento.

Conforme a Andima (2005) o FIDC possui uma estrutura bastante flexível, gerando assim, riscos de naturezas diversas. Abaixo são listados os tipos de risco:

- a) Risco de crédito – É o risco de inadimplência ou atraso no pagamento de juros e/ou principal pelos emissores dos ativos, contrapartes das operações do fundo ou devedores dos direitos creditórios.
- b) Risco de liquidez – Existe o risco de liquidez dos recebíveis que é decorrente da falta de demanda pelos ativos integrantes da carteira do fundo. O FIDC apresenta a particularidade de se basear em direitos creditórios, para os quais ainda não existe mercado secundário com liquidez no Brasil, os cotistas devem considerar que no caso de uma eventual liquidação antecipada do fundo é necessário que os recebíveis sejam levados a vencimento. Dentro do risco de liquidez existe o risco no mercado secundário de cotas que é referente ao fundo fechado, o que pode criar limitações ao investidor que necessitar de liquidez antes do prazo de encerramento do fundo.
- c) Risco operacional – No caso de estruturas em que os pagamentos dos recebíveis transitam pela originadora ou cedente dos créditos, existe o risco não atrelado a eventos de inadimplência, comprometendo o fluxo de recursos para o fundo, que poderá sofrer perdas, inclusive em função de custos para recuperar os créditos. Existe também o risco relacionado às falhas nos procedimentos como cadastro, cobrança, controle interno, etc.



- d) Risco de mercado – Está ligado as flutuações nos preços dos ativos financeiros da carteira, decorrentes de alterações políticas e econômicas ou de expectativas dos agentes.
- e) Risco de derivativos – Refere-se ao risco de distorção de preço entre o derivativo e seu ativo objeto, que pode elevar a volatilidade do fundo e até provocar perda aos cotistas.
- f) Risco de concentração – Está relacionado à concentração das aplicações do fundo em direitos creditórios de apenas um ou mais sacados.
- g) Risco de descasamento de taxas de juros entre passivo e ativo – Está relacionado ao descasamento da taxa de juros usada como referencial de rentabilidade do fundo e as prefixadas nos contratos de compra e venda dos direitos creditórios a serem adquiridos pelo fundo.
- h) Risco de perdas judiciais – Arelados ao custo de cobrança judicial dos direitos creditórios.
- i) Risco de problemas com a cedente e/ou eventuais coobrigadas – Está relacionado as condições econômicas ou de mercado, inclusive questões relacionadas a gestão empresarial que podem alterar os resultados da cedente.
- j) Risco de descontinuidade – Referente ao não cumprimento, pela originadora dos créditos, do compromisso de originar e ceder direitos de crédito do fundo, ao longo de sua existência, de modo a assegurar um percentual mínimo das aplicações do fundo em direitos creditórios.
- k) Risco de natureza específica – São riscos específicos do setor ou mesmo à empresa originadora.

Conforme podemos avaliar a maioria dos riscos atrelados ao FIDC são comuns a qualquer outra modalidade de fundo de investimento, mas o que podemos perceber é que no caso do risco de crédito o mesmo pode ser minimizado, tendo em vista que o risco existente na empresa cedente do crédito deixa de existir a partir do momento que esses recebíveis são cedidos para o FIDC.



FIDC COMO UMA ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO E SUA TENDÊNCIA NO MERCADO BRASILEIRO

A inicialização do FIDC no Brasil fez com que diversas empresas de pequeno e médio porte ingressassem no mercado de capitais de uma forma viável, proporcionando as estas empresas uma nova fonte de capital de giro fora o financiamento bancário.

O FIDC não é apenas uma fonte de capital de giro, mas também tem se mostrado uma alternativa para que bancos e financeiras possam captar recursos (o que tradicionalmente é realizado através de instrumentos tradicionais como CDB's e CDI).

Watanabe (2004) diz que o FIDC têm a possibilidade de modificar o tradicional panorama existente no Brasil, onde pequenas e médias empresas recorrem a bancos quando surge a necessidade de capital de giro. O FIDC pode alterar consideravelmente este cenário, devido ao fato de que, ao ceder seus recebíveis “performados” ao FIDC, ou seja, sem o risco do cedente, tais recebíveis são cedidos sob um fundamento legal definido como “venda perfeita e acabada” (sem co-obrigação do cedente) que significa eliminar o risco da cedente após a cessão. A empresa cedente recebe os fluxos provenientes da venda das cotas dos FIDCs aos investidores, ou seja, substitui o financiamento bancário por um instrumento de cessão de recebíveis. O pagamento de rendimento e principal das cotas adquiridas pelos investidores advém do pagamento, pelos sacados, dos recebíveis cedidos ao FIDC.

Desta forma, o FIDC proporciona as empresas de pequeno e médio porte uma alternativa de financiamento com as seguintes características:

- a) Tratamento fiscal diferenciado, já que os FIDCs são condomínios sem personalidade jurídica própria; e portanto não se enquadrando na condição de contribuinte de tributos tais quais a contribuição social sobre os lucros, PIS, Cofins, IOF e CPMF (não incide CPMF sobre as movimentações financeiras);



- b) Custo mais baixo comparado com linhas de crédito tradicionais;
- c) Otimização do uso do balanço e capital, já que os recebíveis são cedidos e efetivamente retirados do balanço das companhias;
- d) Segregação do risco do originador.

A Petra PersonalTrader (2005) acrescenta:

- a) Alongamento do perfil da dívida;
- b) Flexibilidade (várias classes de ativos-lastros);
- c) Desintermediação bancária;
- d) Atraente remuneração aos investidores;
- e) Segurança no caso de falência da empresa cedente dos recebíveis;
- f) Popularização crescente;
- g) Baixo custo na estruturação;
- h) Avaliação das cotas dirigidas a investidores por avaliação por agência de *rating*.

No mercado existe uma forte expectativa de crescimento do FIDC. Pelo ponto de vista da oferta, a perspectiva de crescimento está voltada para o crédito. Pesquisas realizadas indicam que o crédito pessoa física, principal fonte de origem dos recebíveis, cresceu cerca de 40% nos últimos meses. Do lado da demanda, a expectativa de crescimento está baseada na perspectiva de queda nas taxas de juros, tornando os títulos públicos menos atrativos, e isso exigirá do investidor um perfil mais agressivo para que ele possa rentabilizar melhor sua carteira.

Conforme a Andima (2005) existe a expectativa para a maior padronização do FIDC, onde poderá ser definido um padrão ótimo de documentação, procedimentos, critérios de avaliação de risco, entre outros quesitos.

Acredita-se na evolução da indústria e a necessidade de se rentabilizar as carteiras e isso fará com que se criem estruturas cada vez mais inovadoras, envolvendo direitos creditórios menos usuais, como títulos de créditos imobiliários, créditos não performados ou mesmo créditos sujeitos a renegociação.



Até o momento, segundo os agentes estruturadores, os principais investidores de FIDCs são os chamados institucionais locais (fundos de pensão e de investimento e seguradoras).

Já foram lançados diversos FIDCs, com diferentes tipos de recebíveis como lastro, por exemplo, créditos oriundos de empréstimos consignados, cartão de crédito, recebíveis de energia (geração, transmissão e distribuição), financiamentos imobiliários e de veículos, recebíveis dos setores agroindustrial e até mesmo educacional. Os investidores e os tomadores de recursos estão se interessando mais por este tipo de produto e já possuem maiores informações a respeito das vantagens e desvantagens que o mesmo oferece.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As estruturas de securitização de recebíveis ainda estão passando por um processo de adaptação e popularização no mercado brasileiro. Essas mudanças irão acontecendo de acordo com a necessidade que as empresas, principalmente, de pequeno e médio porte forem buscando informações a respeito de novas alternativas para alavancar seus negócios de uma forma menos onerosa e menos burocrática.

A utilização deste tipo de instrumento financeiro permitirá que as empresas fiquem menos dependentes de empréstimos bancários e que as mesmas possam ser incluídas em um mercado que hoje é restrito às grandes companhias, ou seja, o mercado de capitais. As empresas poderão utilizar seus recebíveis de uma forma otimizada, não apenas para realizar operações de descontos dentro de instituições financeiras e sim utilizá-los para financiar sua estrutura de uma forma mais dinâmica e moderna.

As empresas de diversos segmentos podem usar o FIDC a seu favor, pois com o passar do tempo têm-se utilizado como lastro ativos de diversos ramos de atividades e a flexibilidade que caracteriza este produto tem mostrado possibilidades para a criação de novas estruturas.



Os objetivos que levam as empresas a estruturarem um FIDC são diversos, vai desde a obtenção de recursos para financiar as suas atividades operacionais até o financiamento de seus clientes e fornecedores.

Dentre as vantagens que o FIDC oferece estão a forma de captação de recursos com custo mais baixo, segregação de risco, tratamento fiscal diferenciado, alongamento da dívida, flexibilidade, desintermediação bancária e boa rentabilidade.

Estas são características que fazem com que empresas e investidores procurem cada vez mais esta ferramenta de securitização, isso se percebe pelo volume de emissões que tem aumentado ano a ano.

Esta ferramenta não permite que apenas empresas com necessidade de capital de giro possam se beneficiar, os investidores institucionais também estão aprendendo a criar estruturas de securitização que possam trazer maior rentabilidade e menor risco aos seus investimentos. Sendo assim, em 2001 o governo autorizou a constituição dos Fundos de Recebíveis, através da Instrução Normativa 356 que fez com que empresas pudessem ter maior segurança jurídica para o desenvolvimento dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios que hoje são vistos como mais uma alternativa de aplicação de recursos no mercado de capitais.

A securitização de recebíveis vem ocupando um papel importante dentre outras opções de investimento, isso acontece tanto através do FIDC quanto através de outras ferramentas de securitização como o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Embora os FIDCs venham apresentando crescimento eles ainda respondem por um estoque pequeno se forem comparados a outros fundos de investimentos já existentes.

As pessoas físicas e jurídicas não financeiras, no momento, possuem pouca participação nos fundos de investimento em direitos creditórios. Desta forma, a opção para atrair novos investidores seria a participação dos fundos que investem 95% do seu patrimônio líquido em cotas de FIDC, ou seja, os FICFIDC.



O FIDC, atualmente, é direcionado a grandes investidores, mas acredita-se que com a popularização desta modalidade de fundo esse quadro possa ser modificado futuramente.

REFERÊNCIAS

- ANDIMA. **Fundo de investimento em direito creditório**. Disponível em: <www.andima.com.br>. Acesso em: 20 out. 2007.
- CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Saraiva, 2007.
- CORADI, Carlos Daniel. **Operações financeiras de securitização de recebíveis e de fundos de direitos creditórios**. Disponível em: <www.efc.com.br>. Acesso em: 15 nov. 2007.
- COSIF ELETRÔNICO. Disponível em: <www.cosif.com.br>. Acesso em: 10 nov. 2007.
- DOMINGUES, Ronald. **Fundos de recebíveis**. Disponível em: <www.ronalddomingues.com>. Acesso em: 20 out. 2007.
- _____. **Securitização**. Disponível em: <www.ronalddomingues.com>. Acesso em: 01 ago. 2007.
- NESS JR., Walter Lee. **Securitização: garantias reais e operações estruturadas**. Disponível em: <www.srrating.com.br>. Acesso em: 07 out. 2007.
- PETRA PERSONAL TRADER Corretora De Valores. **Securitização oferece caminho mais curto entre empresário e investidor pode facilitar o acesso das empresas ao mercado financeiro e de capitais**. Disponível em: <www.personaltrader.com.br>. Acesso em: 20 out. 2007.
- SECURATO, José Roberto. **Crédito, análise e avaliação do risco: pessoas físicas e jurídicas**. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2002.
- _____. **Mercado financeiro e análise de investimento**. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2005.
- PACE: auditoria, assessoria e projetos. **Securitização de recebíveis**. Disponível em: <www.pace.com.br>. Acesso em: 20 set. 2007.

PAVARANI. **Securitização de recebíveis**. Disponível em: <www.pavarani.com.br>. Acesso em: 09 out. 2007.

PENTAGONO. **Fundo de recebíveis**. Disponível em: <www.pentagontrustee.com.br> Acesso em: 19 out. 2007.

UQBAR. **Fundos recebíveis**. Disponível em: <www.uqbar.com.br>. Acesso em: 01 ago. 2007.

VIEIRA, Catherine. **Fundos de recebíveis**. Jornal Valor Econômico. Disponível em: <www.valor.com.br>. Acesso em: 30 out. 2007.

WATANABE, Roberto. **Fundos de recebíveis (FIDCS)**: o crescimento e popularização das operações de securitização no Brasil. , Fundos de recebíveis (FIDCs) O crescimento e popularização das operações de securitização no Brasil. 2004. Disponível em: <www.moodys.com.br>. Acesso em: 29 out. 2007.

Artigo aceito em dez. 2014.