



ANBIMA

Estudos Especiais Produtos de Captação



Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

Estudos Especiais
Produtos de Captação



ANBIMA

Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

Copyright © 2015

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial da editora.

ANBIMA

Redação

Antonio Filgueira e Dalton Boechat

Coordenação

Enilce Melo

Superintendência de Representação Técnica

Valéria Arêas Coelho

Superintendência Geral

José Carlos Doherty

Editoração

Claudia Paiva

Capa

Carlos Valério

Revisão e referências bibliográficas

Aristóteles Predebon

Ficha catalográfica

Cláudia Kropf

F981

Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. / Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais; redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. _ Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015.

121 p.; 25 cm. - (Estudos especiais: produtos de captação)

ISBN 978-85-86500-70-1

1. Mercado financeiro. 2. Mercado de capitais. 3. Fundos estruturados. 4. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. 5. Instrumentos de captação. 6. Securitização. 7. Valores mobiliários. I. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. II. Filgueira, Antônio. III. Boechat, Dalton.

CDD-332

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

Av. República do Chile, 230 - 13º andar CEP: 20031-919 - Rio de Janeiro - RJ

Tel: (21) 3814-3800 / Fax: (21) 3814-3960

Av. das Nações Unidas, 8.501 -21º andar CEP: 05425-070 - São Paulo - SP

Tel: (11) 3471-4200 / Fax: (11) 3471- 4240

www.anbima.com.br



Presidente

Denise Pauli Pavarina

Vice-Presidentes

Carlos Eduardo Andreoni Ambrósio

Carlos Massaru Takahashi

Gustavo Adolfo Funcia Murgel

José Olympio da Veiga Pereira

Pedro Lorenzini

Robert J. van Dijk

Sérgio Cutolo dos Santos

Valdecyr Maciel Gomes

Diretores

Alenir de Oliveira Romanello

Altamir Batista Mateus da Silva

Carlos Augusto Salamonde

Carolina Lacerda

Celso Scaramuzza

Jair Ribeiro da Silva Neto

Luciane Ribeiro

Luiz Sorge

Luiz Fernando Figueiredo

Otávio Romagnolli Mendes

Richard Ziliotto

Saša Markus

Sylvio Araújo Fleury

Vital Meira de Menezes Junior

Comitê Executivo

José Carlos Doherty

André Mello

Ana Claudia Leoni

Guilherme Benaderet

Patrícia Herculano

Valéria Arêas Coelho

Eliana Marino

Marcelo Billi

Soraya Alves

► Sobre a ANBIMA

A ANBIMA é a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. A entidade busca representar e defender os interesses das instituições que atuam nesses mercados. Fazem parte de seu quadro associativo cerca de 290 instituições de diversos portes e que atuam em vários segmentos de mercado. Entre elas estão bancos comerciais e múltiplos, bancos de investimento, gestores e administradores de fundos, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários e gestores de patrimônio. Todas essas instituições, juntas, permitem que a Associação fale em nome do mercado brasileiro e defenda legitimamente seus interesses.

Na nossa visão, apenas instituições sólidas e fortes são capazes de contribuir para que o mercado de capitais seja um modo de financiar o desenvolvimento econômico do Brasil. Por isso, reunimos esforços para apoiar a evolução dos mercados financeiro e de capitais, ampliando sua participação no financiamento de longo prazo e buscando, ao mesmo tempo, atender às necessidades dos nossos associados, de maneira a conciliá-las com as dos investidores e da sociedade brasileira.

Para fortalecer as instituições e o mercado, nossa atuação é orientada por meio de quatro compromissos: representar os interesses dos associados e articular demandas que estejam de acordo com as necessidades dos segmentos em que eles atuam; autorregular as atividades de seus associados, que voluntariamente criam códigos e aderem a eles, comprometendo-se a seguir as melhores práticas de negócios; contribuir para a qualificação de profissionais que atuam no mercado e dos investidores brasileiros; e prover informações sobre os mercados que representa.

► Lista de figuras e tabelas

Figura 1 - Fluxo de estruturação	19
Figura 2 - Oferta de cotas de FIDC - Volume total e nº de fundos	37
Figura 3 - Emissões de cotas de FIDC por atividade econômica do cedente	40
Figura 4 - Distribuição do patrimônio líquido dos FIDCs	41
Figura 5 - Distribuição do patrimônio líquido dos FIDCs sem Sistema Petrobras	42
Figura 6 - Distribuição do nº de cotistas por foco de atuação do FIDC	43
Figura 7 - Distribuição do nº de fundos por foco de atuação do FIDC	43
Figura 8 - Participação dos detentores nas ofertas de FIDCs - amostra	44
Figura 9 - Distribuição dos FIDCs por faixa de patrimônio líquido	46
Figura 10 - Volume negociado no mercado secundário - R\$ milhões	47
Figura 11 - Distribuição do patrimônio líquido por prazo de vencimento do FIDC	48
Figura 12 - Distribuição do nº de fundos por prazo de vencimento do FIDC	48
Figura 13 - Classificação de crédito com e sem aquisição substancial de riscos	50
Figura 14 - Distribuição do nº de fundos por agência de <i>rating</i>	55
Figura 15 - Distribuição dos FIDCs por <i>ratings</i>	55
Figura 16 - Distribuição do nº de FIDCs ofertados por remuneração.....	58
Figura 17 - Distribuição do volume de FIDCs ofertados por remuneração.....	58
Quadro 1 - Principais características do FIDC e do FIC-FIDC	62
Quadro 2 - Cotas do FIDC	65
Quadro 3 - Administração da carteira	67
Quadro 4 - Contratação de serviços de terceiros (Instrução CVM nº 356 arts. 11 e 39)	68
Quadro 5 - Documentação e divulgação de informações	69
Quadro 6 - Principais atribuições da assembleia geral	72
Quadro 7 - Principais características do FIDC-NP (não padronizado)	73
Quadro 8 - Normas contábeis	74
Quadro 9 - Requisitos e limites para emissão de cotas	75
Quadro 10 - Requisitos e limites para aquisição de cotas por FI e FIC-FI	76
Quadro 11 - Requisitos e limites para a emissão de cotas de FIDC, FIDC-PIPS e FIDC-NP	77
Quadro 12 - Requisitos e limites para aquisição de cotas de FIDC, FIDC-PIPS e FIDC-NP por FI e FIC-FI	78
Quadro 13 - Autorregulação (Anexo II)	78
Quadro 14 - Imposto de Renda - Fundo aberto	82
Quadro 15 - Imposto de Renda - Fundo fechado	83

Quadro 16 - IOF sobre títulos e valores mobiliários	83
Quadro 17 - Tratamento do imposto e isenções	84
Quadro 18 - Condições para a aquisição de cotas de FIDC (Lei nº 12.431) - até 31/12/2030	84
Tabela 1 - Ofertas de cotas de FIDC - valores em R\$ milhões	37
Tabela 2 - Evolução do número e do patrimônio líquido (FIDC, FIDC-NP e FICFIDC)	38
Tabela 3 - Distribuição de cotas de FIDCs por detentor	44
Tabela 4 - <i>Ranking</i> de administrador por patrimônio líquido - Dez/14	53
Tabela 5 - <i>Ranking</i> de custodiante por patrimônio líquido - Dez/14	53
Tabela 6 - <i>Ranking</i> de gestores por patrimônio líquido - Dez/14	54
Tabela 7 - Perfil da amostra de ofertas por <i>benchmark</i> das cotas seniores	57
Tabela 8 - Comparativo de taxas de juros referenciais e de captação	57
Tabela 9 - Cancelamento de FIDCs	60

► Sumário

1. INTRODUÇÃO	10
2. CARACTERÍSTICAS GERAIS	13
2.1. Estrutura e principais estratégias dos FIDCs	18
2.1.1. Fluxo de estruturação	19
2.1.2. Agentes e investidores	20
2.1.3. Tipos de lastro	23
2.1.4. Tipos de recebíveis	25
2.1.5. Reforços na avaliação do fundo	27
2.1.6. Avanços nas regras contábeis	29
2.1.7. Tipos de riscos	30
2.1.8. Precificação do FIDC	33
2.1.9. Publicidade	34
2.1.10. Custos e encargos dos FIDCs	34
2.1.11. Autorregulação	35
3. MAPEAMENTO DA INDÚSTRIA	36
3.1. Análise do perfil dos FIDCs (FIDC, FIDC-NP, FICFIDC E FICFIDC-NP)	36
3.2. Não padronizados – FIDC-NP	38
3.3. Fundo de cotas – FIC FIDC	39
3.4. Predominam os condomínios fechados	40
3.5. Diversificação de emissores	40
3.6. Pulverização de cotas e distribuição dos fundos	42
3.7. Detentores dos FIDCs	43
3.8. Mercado secundário de cotas	47
3.9. Prazo dos FIDCs chega a cinquenta anos	48
3.10. Amadurecimento da indústria de FIDCs	49
3.11. Classificação de riscos e benefícios	49
3.12. C3 – Câmara de Cessão de Crédito	51
3.13. Nota fiscal eletrônica – NF-e	51
3.14. Concentração dos <i>players</i> e elevados custos dos serviços.....	52
3.15. Investidores ainda exigem elevada remuneração dos FIDCs	56
3.16. Taxas de administração	59
3.17. Cancelamentos de FIDC.....	59

4. REGRAS GERAIS.....	61
4.1. Principais disposições regulamentares dos FIDCs e dos FIC-FIDCs.....	62
4.2. FIDC-NP (não padronizado).....	73
4.3. Normas contábeis.....	74
4.4. Requisitos e limites para emissão e aquisição de cotas de FIDC, FIDC-PIPS e FIDC-NP.....	75
4.4.1. Com prazo de vigência até 30/6/2015.....	75
4.4.2. Com prazo de vigência a partir de 1/7/2015.....	77
4.5. Autorregulação.....	78
4.6. Tributação.....	80
5. PERCEPÇÕES E TENDÊNCIAS DO MERCADO.....	85
5.1. Imagem do produto.....	85
5.2. Estruturação.....	86
5.2.1. Oportunidades.....	86
5.2.2. Processo de estruturação.....	88
5.2.3. Preço ou taxa de emissão.....	89
5.2.4. Operações <i>off-balance</i> (ou “fora do balanço”).....	90
5.3. Gestão.....	91
5.3.1. Seleção de ativos.....	91
5.3.2. Precificação dos FIDCs.....	92
5.4. Avaliação de risco (<i>rating</i>).....	92
5.4.1. Subordinação.....	93
5.4.2. Inadimplência.....	93
5.4.3. Substituição do lastro (“revolvência”).....	94
5.4.4. Recompra.....	94
5.4.5. Outros aspectos avaliados pelas agências de risco.....	95
5.5. Investidores.....	96
5.5.1. FIC-FIDC.....	96
5.5.2. Fundos de pensão (EFPC – Entidades Fechadas de Previdência Complementar).....	97
5.5.3. Investidores estrangeiros.....	98
5.6. Fomento mercantil (<i>factoring</i>).....	98
5.7. Questões operacionais.....	99
5.7.1. Acesso às informações.....	99
5.7.2. Prestadores de serviços.....	101

5.7.3. Tecnologia e sistemas	101
5.7.4. Inovações operacionais e financeiras	103
5.8. Questões regulatórias	104
5.8.1. Emissões com esforços restritos (Instrução CVM nº 476).....	105
5.8.2. Adequação ao perfil do investidor (<i>suitability</i>).....	105
5.8.3. Limites para aquisição por fundos de investimento	106
5.8.4. Contabilização / provisionamento	106
5.8.5. FIDC- NP (não padronizado).....	107
5.8.6. Fundos de classe e patrimônio segregado.....	108
5.9. Questões tributárias	109
5.10. Perspectivas e tendências	110
5.10.1. Perspectivas para o mercado de FIDCs	110
5.10.2. Segmentos com potencial de crescimento.....	113
5.10.3. Condições de mercado.....	114
6. CONCLUSÃO	116
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	119

► 1. INTRODUÇÃO

A primeira edição deste livro, ainda em 2006, cumpriu o papel de consolidar informações sobre a indústria de fundos de investimento em direitos creditórios no país, incluindo os aspectos regulatórios e as estatísticas disponíveis, traçar o perfil da indústria, e, principalmente, analisar, pela óptica dos agentes, os riscos e as perspectivas para o segmento, em um estágio inicial da securitização no Brasil. O período foi marcado pelo crescimento mais acelerado do crédito e o surgimento de novas estruturas de fundos, o que ajudou a impulsionar a negociação de direitos creditórios de diversos segmentos da economia.

Passados mais de 13 anos da regulamentação dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios pela Resolução nº 2.907/01, do CMN (Conselho Monetário Nacional), e Instrução nº 356/01 da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), essa reedição busca mostrar como os FIDCs tornaram-se um dos principais veículos de securitização no mercado brasileiro, com os aprimoramentos regulatórios efetuados, inclusive por autorregulação, tanto na estruturação da operação, como na prestação de informações ao público investidor. De fato, mudanças significativas ocorridas nos últimos anos, como as introduzidas pelas Instruções CVM nº 489/11 e nº 531/13, trouxeram mais robustez ao produto. Por outro lado, as regras impuseram adaptações relevantes aos prestadores de serviços, principalmente no que se refere aos novos parâmetros para a contabilização dos fundos, segregação de funções e de responsabilidades dos agentes envolvidos nas atividades de administração e custódia, o que exigiu, por exemplo, investimentos em tecnologia e alteração de sistemas de controle, registro e de guarda de documentos.

As novas exigências regulatórias afetaram o ritmo de crescimento da indústria de FIDCs nos últimos anos, mas, ainda assim, o aumento do patrimônio líquido desses fundos, observado entre 2005 e 2014, foi de quase cinco vezes no período. Não obstante, a securitização no país, incluída a realizada por meio de FIDCs, ainda é bastante incipiente, representando menos de 1% do total das operações de crédito com recursos livres, em 2014. Esse quadro é bem diferente do que se observa em economias desenvolvidas, revelando o enorme espaço para o crescimento dos instrumentos de securitização no Brasil.

A estruturação de um FIDC, que começa com a venda/cessão de direitos creditórios para o fundo – a uma dada taxa de desconto –, permite às empresas o acesso a uma fonte adicional e regular para a captação de recursos, inclusive àquelas que nunca utilizaram instrumentos tradicionais do mercado de capitais como, por exemplo, debêntures. Vale ressaltar que a Instrução CVM nº 476, de 2009, que trata das ofertas de valores mobiliários com esforços restritos, ampliou o acesso ao mercado de capitais facilitando a emissão por empresas de menor porte.

Os créditos cedidos para o fundo podem ser representados por diferentes tipos de lastro compostos por direitos e obrigações originários de diversos segmentos econômicos. Os FIDCs podem ser constituídos por recebíveis performados ou não, pulverizados ou concentrados, ou cedidos com ou sem coobrigação. Além da possibilidade de se tornar uma fonte regular de financiamento, o fundo ainda pode ser utilizado com o objetivo de equacionar o fluxo de caixa de empresas de um mesmo grupo, bem como para melhorar os índices financeiros de uma instituição/empresa, utilizando-se a antecipação dos recursos para o abatimento de dívidas.

Em termos de classificação de risco, por conta da segregação dos créditos do balanço do originador, da possibilidade de cessão pulverizada de recebíveis de diversos sacados/devedores e, principalmente, da estrutura que lhe dá suporte – que frequentemente inclui garantias ao investidor, por meio de subordinação de cotas, seguros e salvaguardas que permitem a mitigação de riscos específicos –, as cotas dos FIDCs podem obter uma avaliação de risco melhor que a da própria empresa captadora. Isso porque, dependendo da estrutura do fundo, a seleção dos direitos creditórios a serem adquiridos pode delimitar um espectro de empresas sacadas com baixíssimo risco, o que é fundamental para a boa avaliação do fundo, de forma relativamente independente da avaliação da empresa originadora dos créditos.

Do ponto de vista do investidor – que, por disposição regulatória, tem de ser necessariamente qualificado ou profissional (no caso do FIDC-NP)¹ – o interesse pelo fundo se justifica pelo fato de os FIDCs oferecerem rentabilidade superior à dos ativos disponíveis no mercado financeiro com nível de risco equivalente combinado com colateralização pelas cotas subordinadas ou outra modalidade de garantia, que mitigam o risco da carteira.

Portanto, a robustez regulatória e as estruturas mais flexíveis e abrangentes das carteiras dos FIDCs reforçaram o potencial de complementariedade desse instrumento de financiamento e de investimento em relação às fontes tradicionais de recursos na economia brasileira. A despeito disso, alguns dos desafios presentes desde os primeiros anos da indústria ainda precisam ser enfrentados para o maior desenvolvimento da securitização e, em particular, dos FIDCs. Entre esses está uma melhor compreensão por parte das empresas/instituições sobre as vantagens da securitização, bem como dos investidores, quanto às especificidades do FIDC, principalmente no que concerne à segurança e rentabilidade desse instrumento em relação aos demais ativos de emissão privada disponíveis em mercado.

1. FIDC – Não Padronizado, regulamentado pela Instrução CVM nº 444.

Para tratar dos temas aqui elencados, o livro foi estruturado em seis capítulos, incluindo esta Introdução e a Conclusão. O segundo capítulo apresenta as principais características e estruturas dos FIDCs, à luz das recentes alterações regulatórias. No capítulo seguinte, é feito um mapeamento das estatísticas da indústria, mostrando a evolução do segmento, com destaque para as alterações observadas no período posterior à primeira edição do livro. O quarto capítulo apresenta, sob a forma de quadros, os principais aspectos da regulamentação e da legislação tributária aplicável ao produto. Já o quinto capítulo aborda a percepção sobre o FIDC evidenciada nas entrevistas realizadas junto a instituições envolvidas em diferentes segmentos desse mercado, incluindo originadores/cedentes, administradores, investidores e prestadores de serviço, com foco nos entraves e perspectivas para o produto.

► 2. CARACTERÍSTICAS GERAIS²

O fundo de investimento em direitos creditórios é uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido à aquisição de recebíveis ou direitos creditórios. Esses ativos podem ser originados por diferentes setores da economia, que utilizam a securitização por meio do FIDC como fonte alternativa de recursos e instrumento de desintermediação financeira. Os FIDCs são regidos por normas do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários, devendo as características específicas de cada estrutura ser definidas em regulamento e prospecto³, e disponibilizadas ao mercado. De fato, o regulamento do fundo é o principal documento de toda a estruturação do FIDC e deve descrever a política de investimento, bem como os direitos e obrigações das partes envolvidas na operação, inclusive no que se refere aos investidores, que devem ser qualificados ou profissionais, conforme as regras estabelecidas pela da CVM⁴.

Antes da criação dos FIDCs, em 2001, as operações de securitização realizadas fora do âmbito das companhias securitizadoras exigiam a criação de uma sociedade anônima, caso das SPEs (Sociedades de Propósito Específico), e incorriam em vários custos associados à montagem desse tipo de sociedade, inclusive tributários, como PIS, Cofins, IRPJ e CSSL. Como os fundos não têm personalidade jurídica, tais custos não alcançam a securitização realizada por meio do FIDC. Não obstante, por atuarem como se fossem uma SPE, são beneficiados pela segregação do patrimônio, ou seja, o patrimônio líquido dos fundos fica isolado do patrimônio da empresa cedente dos créditos, o que representa maior segurança para o investidor, no caso de falência.

Podem administrar os FIDCs bancos múltiplos, comerciais, de investimento, caixa econômica federal, sociedade de crédito de financiamento e investimento, sociedade corretora e sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários, que são vedados, dentre outras ações, a prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se nas operações praticadas pelo fundo ou, em nome deste, realizar operações com ativos ou modalidades de investimentos não previstos no regulamento. Caso o administrador acumule outras funções do fundo, como, por exemplo, a gestão, deve ser mantida total segregação dessas atividades como forma de eliminar possíveis conflitos de interesses.

Os fundos podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto – quando novas cotas podem ser emitidas e os cotistas podem solicitar o resgate delas a qualquer momento antes do vencimento do fundo – ou fechado – quando se podem emitir novas séries, mas, a despeito de admitir amor-

2. Sempre que ao longo do texto nos referirmos ao FIDC de forma genérica, sem destacar os FIDC-PIPS ou FIDC-NP, a análise será aplicável a todos os fundos de investimento em direitos creditórios.

3. Prospecto é obrigatório para cotas de FIDCs objeto de distribuição pela Instrução CVM nº 400. Caso a oferta de cotas ocorra com base na Instrução CVM nº 476 (esforços restritos), a elaboração de prospecto é facultativa.

4. As normas que regulamentam o FIDC, incluindo as regras tributárias, estão descritas de forma mais detalhada no Capítulo 4.

tizações, somente permitem resgate ao final do prazo do fundo ou na sua liquidação. Para serem negociadas, as cotas de fundo fechado devem ser registradas em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, cabendo aos intermediários assegurar a aquisição apenas por investidores qualificados ou profissionais.

A definição da política de investimento é item obrigatório do regulamento do fundo e deve discriminar os critérios de elegibilidade dos direitos creditórios – que delimitam o espectro de recebíveis que podem ser adquiridos pela carteira e que terão que ser validados pelo custodiante do FIDC – e, se for o caso, suas condições de cessão, que são validadas pelo administrador.

Já em 2006, os direitos creditórios elegíveis para os FIDC podiam ser performados (aqueles em que o fluxo de crédito advém de um produto/serviço já entregue/prestado) ou não performados (quando o produto/serviço ainda não foi entregue/prestado). Para os fundos com esses perfis de carteira, as aplicações dos investidores não podiam ser inferiores a R\$ 25.000,00 (vinte cinco mil reais), mas não havia valor unitário mínimo para a cota.

Também já era permitida a criação dos FIDC-PIPS, fundos fechados criados em 2003 e regulados pela Instrução CVM nº 399/03, que devem destinar 95% dos recursos captados à aplicação em direitos creditórios originários de projetos e/ou programas aprovados pelo Governo Federal, com foco na construção de núcleos habitacionais providos de serviços públicos básicos, comércio e serviços. Enquadrados na legislação do PIPS (Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social), esses fundos não atraíram o interesse de originadores e investidores⁵.

Em dezembro de 2006, em linha com o desenvolvimento do mercado, foram definidos como FIDC Não Padronizados (Instrução CVM nº 444/06) aqueles fundos voltados à aquisição de créditos com maior grau de complexidade e fatores de risco específicos. Esses fundos são autorizados a adquirir direitos creditórios considerados não performados, vencidos e não pagos, decorrentes de receitas públicas governamentais ou de ações judiciais que permitem a aplicação em quaisquer percentuais do patrimônio do fundo nas categorias de créditos listadas na referida norma, tendo suas cotas, em geral, valor nominal unitário de, no mínimo, R\$ 1.000.000,00 (um milhão de Reais)⁶. Na verdade, antes de 2006 já existiam FIDCs constituídos com direitos creditórios com essas características. A novidade foi a criação de uma regulação específica para esses fundos, que permitiu aos investidores ter maior clareza sobre a complexidade desses veículos.

5. Apenas um fundo do gênero foi registrado, mas o estruturador (Caixa Econômica Federal) cancelou seu registro meses depois.

6. Esse valor será o teto para as aplicações em direitos creditórios decorrentes de receita pública ou de natureza diversa das listadas na norma, ficando a própria CVM responsável por definir um valor mínimo para a cota nesses casos.

A possibilidade de um FIDC adquirir cotas de outros FIDCs e se constituir em Fundo de Investimento em Cotas, como o FICFIDC, o FICFIDC-PIPS e o FICFIDC-NP, também já existia, sendo obrigatória a manutenção de pelo menos 95% dos respectivos patrimônios em cotas de fundos de direitos creditórios.

Em relação ao espectro de investidores que pode aplicar em cotas de FIDC, bem como a valores mínimos de aplicação ou de cota por tipo de FIDC, houve mudanças significativas em 2014. A Instrução CVM nº 554, editada naquele ano, alterou a definição de investidor qualificado, antes descrito na Instrução CVM nº 409, elevando para R\$ 1 milhão o montante mínimo de ativos financeiros detidos para o enquadramento do investidor nesta categoria, e criou o conceito de investidor profissional, caracterizado por manter ativos financeiros em montante superior a R\$ 10 milhões, e que, por ser reconhecido como especializado, tem autorização para investir em ativos financeiros mais complexos. A partir de julho de 2015, quando a norma entra em vigor, além dos qualificados, como antes, poderão comprar cotas de FIDC e de FIDC-PIPS também os investidores profissionais, tanto na oferta primária quanto no mercado secundário. Os FIDCs-NP, no entanto, deverão restringir suas ofertas primárias aos investidores profissionais, enquanto, no secundário, suas cotas poderão ser adquiridas por investidores profissionais e qualificados, sem distinção. Por outro lado, dado o aumento dos montantes requeridos de investimento para o enquadramento dos investidores nas categorias qualificado e profissional, com a Instrução CVM nº 554/14 deixa de existir a necessidade de se observar valores mínimos para as cotas ou para a aplicação em FIDC.

O funcionamento dos fundos e a distribuição de cotas – esta última, no caso de condomínios fechados – dependem de prévio registro na CVM, à exceção da oferta realizada via Instrução nº 476/09, que é efetuada com esforços restritos e dispensa de registro no órgão regulador. Quando necessários, os registros são automaticamente concedidos em até cinco dias úteis após o protocolo da documentação exigida, dentre elas, da comprovação do registro do regulamento em cartório de títulos e documentos.

As cotas do FIDC poderão ter duas classes – sênior e subordinada –, devendo ser escriturais e mantidas em conta de depósitos em nome de seus titulares. As seniores têm prioridade em relação às cotas subordinadas na amortização, resgate e distribuição de resultados. As cotas seniores de fundos fechados, por sua vez, podem ainda ser subdivididas em séries, diferenciadas por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração. Mas não há qualquer tipo de preferência, prioridade ou subordinação entre os cotistas titulares de cotas seniores da mesma série, exceto em relação aos seus respectivos vencimentos. Cada classe ou série de cotas destinada à colocação pública deverá ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no país. A remuneração dos

cotistas seniores é baseada no *benchmark* do fundo definido no regulamento e poderá ser complementada pelas cotas subordinadas, até o limite destas, sendo vedada a promessa de rendimento predeterminado aos condôminos.

As classes de cotas subordinadas, que podem não existir na composição do fundo, admitem dois ou mais tipos, Mezanino e Júnior, com diferenças entre elas para efeito de pagamento de amortização, resgate e distribuição de rendimentos da carteira do fundo. Normalmente, parte ou a totalidade das cotas subordinadas ficam em posse da empresa cedente dos créditos⁷, sendo remuneradas somente após as cotas seniores. Nesse sentido, a participação do cedente como cotista subordinado confere ao FIDC um diferencial, uma vez que o cedente aceita dividir com o cotista sênior o risco da carteira do fundo.

Vale destacar que a regulação exige que as cotas do fundo, independentemente da classe, devam ter seu valor calculado pelo menos por ocasião das demonstrações financeiras mensais e anuais, de acordo com metodologia estabelecida em regulamento, seguindo critérios consistentes e passíveis de verificação, e considerando aspectos relacionados ao devedor, aos seus garantidores e às características das operações, bem como com o valor de mercado, quando houver. Mas, de forma geral, o valor das cotas é calculado diariamente.

Outra medida que aumenta a segurança do investidor do FIDC é a exigência de diversificação das carteiras, principalmente com a vedação à aquisição de direitos creditórios e outros ativos de um mesmo devedor, ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, além do limite de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido. A norma prevê algumas hipóteses em que esse limite pode ser ultrapassado, mas não são aplicáveis aos ativos de emissão ou coobrigação do administrador e do gestor ou partes a eles relacionadas, com o objetivo de evitar eventual conflito de interesse na administração do fundo. Os limites devem ser cumpridos diariamente, com base no patrimônio líquido do fundo do dia útil imediatamente anterior. Por regra, o FIDC também não admite afetação do patrimônio, de forma que cada cota corresponderá a uma fração ideal do patrimônio, não havendo correspondência com nenhum ativo ou grupo de ativos que compõe a carteira.

Como reforços de crédito destacam-se, ainda, os excessos de *spread* obtidos da compra de créditos com desconto pelo fundo, que, quando maiores, permitem aos investidores sênior e mezanino contarem com o aumento da subordinação para cobrir eventuais perdas superiores às esperadas na operacionalização do FIDC.

7. Salvo nos fundos multicedentes ou multissacados, em que as empresas cedentes não subscrevem cotas por não terem patrimônio de afetação.

Também é comum nas estruturas o FIDC contar com a sobrecolateralização, que representa a soma de itens do ativo, tais como disponibilidades, créditos adimplentes e investimentos em valores mobiliários, que excedem o valor devido aos cotistas. Adicionalmente, observa-se em alguns fundos a utilização de operações de *hedge/swap* para eventual descasamento de taxas que remuneram a carteira de recebíveis e a remuneração das cotas seniores e subordinadas.

Do ponto de vista da padronização dos procedimentos contábeis, a indústria de FIDC experimentou importantes mudanças nos últimos anos. Vale ressaltar as normas aplicáveis à elaboração e divulgação das demonstrações financeiras e mensuração dos ativos e passivos, bem como ao reconhecimento de receitas e apropriação de despesas, uniformizando as recomendações no Brasil com as do IFRS (International Financial Reporting Standards). Nesse esforço, destaca-se a Instrução CVM nº 489/11, a partir da qual a forma de contabilização da receita advinda da alienação de recebíveis nas operações com direitos creditórios passou a ser diferenciada em função da retenção ou não dos riscos e benefícios do ativo financeiro, objeto da cessão pelos cedentes. Essa norma se baseou na Resolução CMN nº 3.533/08, que dispõe sobre procedimentos para classificação, registro contábil e divulgação de operações de venda ou de transferência de ativos financeiros, inclusive sobre a venda de créditos para os FIDC.

Quanto aos avanços operacionais, as melhorias implementadas no SCR (Sistema de Informações de Crédito do Banco Central), nos últimos anos, e a criação da C3 (Câmara de Cessões de Crédito) pela CIP (Câmara Interbancária de Pagamentos), em 2011, ampliaram o controle sobre as operações de crédito originadas dentro do Sistema Financeiro Nacional, inclusive aquelas cedidas aos fundos.

Nesse sentido, com base na Instrução CVM nº 504/12, os administradores ficam obrigados a enviar ao SCR, até o décimo dia útil após o encerramento de cada mês, documento composto pela evolução mensal dos saldos das carteiras e a identificação dos cedentes e dos devedores junto ao fundo⁸ referentes a cada operação de crédito dos FIDCs, com a contrapartida de poderem consultar as informações constantes do sistema. Essa medida reforça o controle da própria indústria sobre os direitos creditórios em circulação no mercado e, portanto, a segurança para todo o segmento.

A C3, operacionalizada pela CIP, é um sistema centralizado de cessões de crédito originado dentro do Sistema Financeiro Nacional, com informações imputadas pelos participantes (bancos, caixas econômicas e outras instituições financeiras) que operam nesse mercado. A centralização permite ao participante ter certeza de que os créditos que está negociando já não teriam sido cedidos a outro cessionário, evitando o risco de duplicidade da cessão. Inicialmente, o sistema registrava

8. A identificação nos casos de direitos creditórios não performados será apenas para os cedentes.

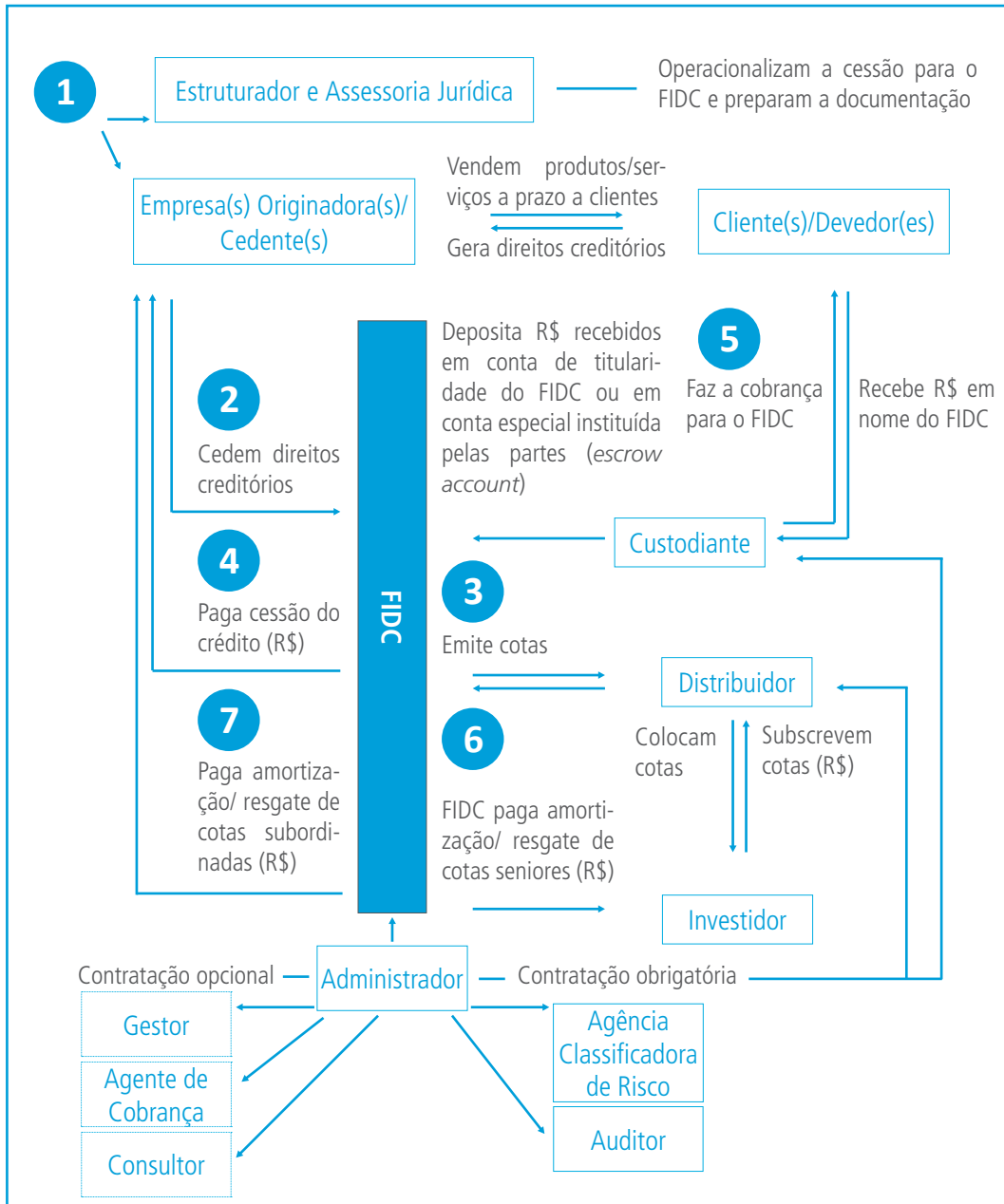
apenas financiamentos de veículos e empréstimos consignados, aos quais se somaram, a partir de novembro de 2014, as cessões de crédito pessoal e CDC (crédito direto ao consumidor). Toda cessão de veículos e de crédito consignado deve ser registrada na C3, que não cobra pelo registro, apenas pela movimentação decorrente de cessão ou garantia dos créditos. Para o crédito consignado, a CIP firmou parceria com o INSS para permitir que os contratos relacionados ao Instituto sejam confrontados com a base de dados da Dataprev. No caso do financiamento de veículos, as informações registradas na C3 são verificadas automática e periodicamente (validação e monitoramento) com os dados registrados na base de dados do Sistema Nacional de Gravames, da Cetip. O objetivo da CIP é incluir todos os créditos passíveis de cessão, originados por instituições financeiras.

Por fim, os administradores devem providenciar trimestralmente, no mínimo, a atualização da classificação de risco do fundo ou dos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira e, desde 2012, incluir nos informes mensais enviados à CVM informações bastante amplas sobre as carteiras dos FIDCs, tais como tipos de créditos adquiridos, dados de recompra, pré-pagamento, atrasos, provisões, entre outros, em periodicidade mensal e trimestral, permitindo melhor avaliação do fundo pelos investidores e pelo mercado em geral.

2.1. Estrutura e principais estratégias dos FIDCs

Constituído com base em um arcabouço legal bastante complexo, o FIDC permite a composição de estruturas significativamente diversificadas, sendo as mais comuns aquelas com um único cedente de crédito (monocedente), direitos creditórios de mesma natureza e uma carteira com recebíveis de diversos sacados (pulverizada). Segue, abaixo, exemplo de uma estruturação que pode envolver um ou vários cedentes e sacados, identificando os diferentes prestadores de serviço que podem participar da estrutura do fundo.

2.1.1. Fluxo de estruturação



2.1.2. Agentes e investidores

A constituição e a manutenção de um fundo de investimento em direitos creditórios envolvem, necessariamente, pelo menos cinco prestadores de serviço e, pelo menos, mais três cuja contratação é opcional, em um processo que vai da originação dos créditos até a distribuição de cotas, embora uma ou mais dessas funções possam ser desempenhadas por uma mesma instituição. Vale notar que esse é um processo eminentemente integrado, no qual as decisões, em maior ou menor grau, são acordadas entre o originador/cedente e o administrador do fundo, inclusive no que se refere à contratação dos prestadores de serviços, tendo em vista os custos e a avaliação de risco que se pretende atribuir ao fundo.

O início da cadeia se dá com a geração dos recebíveis pela **empresa originadora**, a partir da venda de produtos a prazo ou da prestação de serviços para pagamento futuro, ou ainda mediante a concessão de empréstimos ou financiamento de bens, no caso de instituições financeiras ou assemeelhadas. De uma maneira geral, para formatar toda a operação, a originadora contrata o **estruturador** – consultoria, banco de investimento ou o próprio administrador do fundo, que auxiliam a empresa na escolha dos recebíveis e dos parceiros, na avaliação dos efeitos da cessão sobre o seu balanço, benefícios e custos, até a operacionalização da cessão para o FIDC. A elaboração dos contratos de cessão, bem como toda a documentação do fundo – tais como regulamento e prospecto – exige a contratação de um **escritório de advocacia** que, de modo geral, responderá pela definição da estrutura jurídica do fundo.

A administração da carteira do FIDC apenas poderá ser efetuada por instituição financeira, entre as quais bancos – múltiplo, comercial ou de investimento –, caixa econômica federal, financeiras, corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Sem prejuízo da responsabilidade do **administrador**, este pode delegar a pessoas jurídicas, inclusive não financeiras, autorizadas pela CVM, a tarefa de subsidiar a atividade de análise e seleção de direitos creditórios para integrarem a carteira do fundo, a própria gestão, custódia e a cobrança, em nome do fundo, dos créditos inadimplidos.

Apesar da contratação do **gestor** ser opcional, a atuação dessas instituições é bastante significativa na estruturação dos FIDCs e sua atividade ganhou relevância, inclusive do ponto de vista normativo, com a evolução da regulação da indústria. Quanto mais complexa a estrutura do FIDC, mais importante tem se mostrado o trabalho conjunto entre o administrador e o gestor para o desempenho do fundo.

Deverá ser informado no momento da constituição do fundo o nome do diretor ou sócio-gerente da

administradora que será responsável, civil e criminalmente, pela gestão, supervisão e acompanhamento do fundo, bem como, dentre outras funções, elaborar demonstrativo trimestral que evidencie, por exemplo, que as operações praticadas pelo fundo estão em consonância com a política de investimento prevista no regulamento e que as negociações com ativos da carteira foram realizadas a taxas de mercado.

O administrador e a empresa originadora deverão escolher um agente – instituição financeira credenciada na CVM – para efetuar a custódia dos direitos creditórios, atividade que ganhou especial atenção nas últimas normas expedidas pelo regulador. Entre as principais atribuições do **custodiantes** está validar os direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade, receber e verificar a documentação referente ao lastro, realizar a liquidação física e financeira, custódia e guarda de documentação relativos aos direitos creditórios e demais ativos da carteira. Também é função do custodiante cobrar e receber, por conta e ordem de seus clientes, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos diretamente em conta de titularidade do fundo ou em contas especiais instituídas pelas partes (*escrow account*). Algumas destas atividades – como a verificação de lastro e a guarda dos documentos – podem ser terceirizadas pelo custodiante a outras instituições, à exceção do originador, cedente, consultor ou gestor, sem prejuízo de sua responsabilidade.

Ao longo do tempo houve um aumento das atribuições do custodiante no funcionamento do FIDC com a obrigação de incorporação de funções, antes transferidas a outros agentes – caso da guarda da documentação física dos direitos creditórios cedidos aos fundos, que ficavam também com os cedentes, gestores ou terceiros vinculados –, tornando certas estruturas de FIDCs, segundo alguns dos entrevistados para o livro, operacionalmente menos atraentes em termos de custo. Isso porque, após a Instrução CVM nº 531, teria se identificado uma elevação nos custos para a indústria, principalmente para as carteiras lastreadas em recebíveis mais pulverizados, reflexo dos investimentos em sistemas pelas instituições custodiantes e dos maiores encargos repassados pelos demais prestadores de serviços aos fundos (empresas de guarda física de documentos, agentes de cobrança, auditoria, entre outros).

Ainda em relação ao custodiante, a tarefa de verificação da documentação, que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços, pode ser feita por amostragem, desde que prevista essa possibilidade no regulamento, nos casos em que há significativa quantidade de créditos cedidos e expressiva diversificação, ou se estes forem de reduzido valor médio.

Já para a avaliação de risco do fundo, cada classe ou série de cotas destinada à colocação pública também deve ser classificada por **agência de risco** em funcionamento no país, desde o momento da sua constituição até a sua liquidação, o que faz com que os FIDCs sejam o único veículo de captação de recursos do mercado brasileiro cuja avaliação de risco independente seja obrigatória. O cumprimento das exigências regulamentares também faz necessária a contratação de uma ou mais **empresas de auditoria** independentes, que prestarão serviços de análise histórica de comportamento das carteiras de recebíveis (atraso, inadimplência, pré-pagamento, recompra, entre outros), relatórios de validação de lastro e documentos dos recebíveis e validação dos demonstrativos do fundo.

Finalmente, a **distribuição de cotas**, seja de FIDCs fechados ou abertos, deverá ser efetuada por uma ou várias instituições integrantes do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários, que poderão se organizar sob a forma de consórcio com o fim específico de distribuir os valores mobiliários no mercado e/ou garantir a subscrição da emissão, tendo no contrato de distribuição a definição da remuneração e as condições das garantias de colocação firme, quando houver.

Quanto aos investidores, até 30 de junho de 2015, podem aplicar no FIDC apenas aqueles classificados como qualificados, categoria em que se enquadram: as instituições financeiras; sociedades seguradoras e de capitalização; entidades de previdência; pessoas físicas ou jurídicas com investimentos superiores a R\$ 300 mil; fundos de investimentos destinados a investidores qualificados; administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, relativamente a seus recursos próprios; e fundos de investimentos em geral (não qualificados), dentro do limite de 20% de seu patrimônio líquido. Após essa data, entra em vigor a Instrução CVM nº 554/14, que muda a definição de investidor qualificado e cria a categoria de investidor profissional – que inclui, além das instituições listadas acima, os investidores não residentes e os clubes de investimento com carteira gerida por administrador autorizado pela CVM, e estabelece em R\$ 10 milhões o montante mínimo de investimento financeiro requerido para as pessoas naturais e jurídicas serem classificadas nessa categoria.

O investidor qualificado passa a englobar, além dos classificados como profissionais, as pessoas naturais ou jurídicas com investimento financeiro mínimo de R\$ 1 milhão (em substituição aos R\$ 300 mil), ou, alternativamente, aquelas pessoas físicas que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como agentes autônomos, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários em relação aos seus recursos próprios. Também são incluídos nesse grupo os clubes de investimento, desde que geridos por pelo menos um cotista que seja investidor qualificado, bem como os regimes próprios de previdência social, quando reconhecidos como investidor qualificado pela regulamentação específica do Ministério da Previdência Social.

2.1.3. Tipos de lastro

As diferentes estruturas dos fundos atendem aos mais variados setores – industrial, comercial, imobiliário, financeiro e de prestação de serviços –, contemplando grande diversidade de cedentes – indústrias, *factorings*, empresas comerciais, incorporadoras ou locadoras, bancos e financeiras, entre outros – e de recebíveis – duplicatas, carnês, cheques, cartão crédito, contratos de compra/venda e de aluguel de imóveis, CDC (crédito direto ao consumidor), especialmente de veículos, crédito pessoal, inclusive consignado em folha de pagamento, precatórios, além dos empréstimos bancários em geral. Entre os sacados, a diversificação se mantém, englobando, conforme o perfil do fundo, de empresas públicas e privadas a pessoas físicas – consumidores finais e tomadores de financiamento.

Essa diversidade, se, por um lado, tem o mérito de contemplar as particularidades de cada segmento econômico no que diz respeito a sua necessidade de crédito, por outro, traz em si uma falta de padronização entre os contratos, que dificulta o maior conhecimento do produto pelos investidores potenciais.

De forma geral, são vários os objetivos que podem ser alcançados com a estruturação de FIDCs, em seus diferentes formatos, entre os quais destacamos:

- **Captação de recursos:** empresas de segmentos diversos – comercial, industrial ou de serviços, inclusive financeiros – securitizando sua carteira de recebíveis como forma de gerar liquidez. O objetivo varia entre conseguir recursos para abater dívidas e/ou melhorar a estrutura do balanço e buscar capital de giro para suas atividades operacionais. Assim, financeiras e/ou bancos de pequeno porte têm a alternativa de securitizar suas carteiras de crédito – a exemplo do crédito consignado – ou ainda uma empresa não financeira pode vender direitos a receber de clientes ou de outras empresas de grande porte – como redes de supermercados, reduzindo o tempo de giro de seus recursos. Esta alternativa tem sido vista como um aprendizado para as empresas menores que, a partir do relacionamento com consultorias de naturezas diversas, passam a adotar processos operacionais mais sofisticados e lidar com a necessidade de disponibilizar informação, num claro avanço de governança – mais comuns a sociedades de capital aberto –, mostrando-se como um embrião de um possível acesso direto ao mercado de capitais. A maior preocupação com a qualidade da carteira de clientes – origem dos recebíveis – também é uma característica de empresas que passam a usar um FIDC para captação de recursos.
- **Financiar fornecedores/clientes:** grande empresa (ou grupo de empresas de um mesmo setor) financiando seus fornecedores de bens e serviços a partir da constituição de um FIDC, com base nos créditos que estes têm contra ela. O objetivo é assegurar aos fornecedores a possibilidade de antecipação dos recursos a um custo mais baixo que o do crédito bancário,

sem alterar o prazo original de pagamento. Além de viabilizar uma redução do custo financeiro dos fornecedores, o que no futuro poderá resultar numa redução de preços dos produtos/serviços fornecidos para a empresa sacada, há ainda a expectativa de fidelização do fornecedor. Note-se que lógica parecida pode ser usada para um FIDC clientes, em que uma grande empresa fornecedora de bens e serviços – matérias-primas, por exemplo –, a partir da constituição de um FIDC com direitos de crédito contra clientes, pode conceder prazo de pagamento para os compradores de seus produtos sem abrir mão do recebimento à vista de suas vendas.

- **Centralização de caixa:** grupo econômico constitui um FIDC com o objetivo de centralizar a gestão do caixa, reduzir custos financeiros e aumentar a rentabilidade de empresas controladas e coligadas. Nesse formato, cujas cotas não são ofertadas em mercado, as empresas de um determinado grupo econômico com insuficiência de caixa vendem seus recebíveis para o fundo, a um custo mais atrativo que aquele oferecido pelo mercado bancário, enquanto as que estão superavitárias dentro do conglomerado aplicam seus recursos a taxas mais atrativas do que as obtidas em investimentos tradicionais de mercado. O exemplo mais significativo desse tipo de estrutura é o do FIDC do Sistema Petrobras, que responde por quase 30% (R\$ 20 bilhões) do patrimônio líquido da indústria de FIDCs, de acordo com dados de dezembro de 2014. Foi constituído em novembro de 2007 sob a forma de condomínio aberto e estruturado para a aquisição de créditos existentes e futuros originários de operações realizadas por empresas do grupo Petrobras, sendo que somente essas empresas podem adquirir as cotas do fundo.
- **Recuperação de créditos/receitas:** empresa credora de entidade da esfera pública (governos, autarquias, entre outras), detentora de precatórios de prazo de vencimento longo, ou empresa com créditos judiciais de recuperação mais lenta, podem antecipar recursos cedendo esses recebíveis, elencados como não padronizados pela norma, para um FIDC-NP.
- **Viabilizar projetos de infraestrutura:** empresa em busca de recursos para desenvolvimento de projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, amparados pela Lei nº 12.431/11 (com modificação pela Lei nº 12.844/12) e, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal, podem ceder direitos creditórios (performados ou não, padronizados ou não) para os FIDC, ou ter demanda adicional desses fundos para os ativos (principalmente debêntures) utilizados como *fundraising* inicial para os projetos. Os rendimentos auferidos pelos cotistas do FIDC criado sob a referida lei estão isentos do imposto de renda, o que deveria gerar grande interesse pela estruturação desses fundos. Contudo, apesar da crescente necessidade de recursos para o setor *vis-à-vis* as limitadas fontes de recursos no mercado, ainda tem sido bastante pequeno o volume financeiro conseguido pelas empresas para esses projetos, em especial via

FIDC. Nesse sentido, mesmo passados mais de dois anos desde a inclusão dos FIDCs na norma de emissões incentivadas, apenas um fundo foi estruturado e distribuído no mercado – o FIDC BB Votorantim Highland Infraestrutura. Alguns dos agentes entrevistados alegaram que ainda haveria pouco volume de ativos emitidos com a isenção da Lei nº 12.431/11 para servirem de lastro aos FIDCs e que boa parte dos investidores de fundos de direitos creditórios (institucionais) não veriam vantagens tributárias em aplicações nesses FIDCs, por já contarem com o benefício da isenção em suas carteiras.

Todavia é clara a complementaridade do FIDC de infraestrutura em relação às debêntures pelos seguintes motivos: são veículos de captação de recursos mais democráticos uma vez que não restritos à emissão por companhias abertas, companhias fechadas e eventualmente até limitadas e são instrumentos flexíveis que podem tratar os diversos riscos dos projetos de infraestrutura, incluindo o risco de *completion*, por meio de sua estrutura de gerenciamento de garantias e de governança.

De modo geral, nos diversos formatos existentes é possível identificar estruturas que envolvem desde um cedente e vários sacados, vários cedentes e um sacado a vários cedentes e vários sacados, o que ilustra a grande flexibilidade que caracteriza esse produto. Assim, e tendo em vista a sua finalidade, é quase infinita a possibilidade de criação de novas estruturas.

2.1.4. Tipos de recebíveis

Da mesma forma, as carteiras podem ser constituídas por direitos creditórios com diferentes combinações de risco e liquidez. Os recebíveis podem ser performados, ou seja, já constituídos – a exemplo do financiamento de veículos –, ou a performar, caso em que existe uma relação de entrega/prestação futura de bens e/ou de serviços – como no fornecimento de energia elétrica. Também podem ser revolventes, quando implicam a reposição dos recebíveis – financiamento de bens duráveis, por exemplo – ou estáticos, se atrelados a um financiamento de um projeto de longo prazo – como uma plataforma de petróleo, por exemplo.

A evolução da norma com a criação dos FIDC-NP deu maior destaque à aquisição de determinados direitos creditórios, tais como créditos vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão ao fundo, que resultem de ações judiciais em curso, de existência futura e montante desconhecido (por exemplo, desconto das contas de água e esgoto), desde que emergentes de relações já constituídas, precatórios e os originados por entes públicos. Geralmente, o desconto na compra desses créditos é bastante expressivo em função da possibilidade de haver maior risco envolvido nas operações. A

nomenclatura do fundo deve incorporar o termo não padronizado (FIDC-NP) e, pela natureza dos créditos adquiridos por esses fundos, eles, tradicionalmente, são voltados a investidores dispostos a correr mais risco que os dos FIDCs tradicionais, em troca da possibilidade de maior retorno.

A escolha dos recebíveis leva em conta, além de suas características básicas, os eventuais riscos relativos ao cedente – como o de continuidade, atrelado à capacidade de originar novos recebíveis, caso das estruturas com créditos revolventes; ou de performance, relacionado a eventuais problemas com a entrega do produto, seja por atraso, defeitos, ou por conter especificações diferentes do pedido.

Em mercados em que a securitização já está consolidada, como o norte-americano, a revolvência é menos comum do que nas estruturas montadas no Brasil, o que, no nosso caso, exige dos administradores dos FIDCs maior atenção quanto às novas originações.

Há ainda, na norma que regula os FIDCs, a restrição quanto à aquisição de direitos creditórios elegíveis, cuja data de vencimento seja posterior à data do último resgate do fundo ou de seu encerramento. Contudo, é comum no segmento a aquisição de cessões parciais de créditos, quando estes têm um prazo que ultrapassa o limite definido no critério de elegibilidade em função do prazo do passivo da transação. Assim, os originadores cedem apenas prestações de um contrato para a securitização nos casos em que o prazo dos novos empréstimos exceder o vencimento final da emissão.

Também são observados os critérios de elegibilidade definidos no regulamento, que estabelecem os limites para aceitação dos recebíveis, seja no que se refere a prazos – máximos e mínimos –, adimplência dos sacados – com checagem nos órgãos competentes –, concentração por sacado ou por segmento econômico, entre outras exigências.

De forma geral, as carteiras com menos risco seriam compostas por direitos creditórios performados e de natureza estática, mas o determinante é a qualidade da estruturação e as medidas mitigadoras de risco. Ainda assim, o acompanhamento histórico da empresa cedente, antes do funcionamento do fundo, e do comportamento da carteira quando o FIDC já esteja em atividade, é apontado como um dos melhores indicadores para a avaliação do desempenho futuro de uma carteira de recebíveis.

2.1.5. Reforços na avaliação do fundo

Além da qualidade dos recebíveis, contam para a avaliação do fundo a estrutura montada para a carteira, que engloba desde os instrumentos de reforço de crédito e os gatilhos de segurança – que estabelecem as condições para a liquidação antecipada do fundo –, até a estrutura jurídica das operações.

Nesse sentido, a oferta pública das classes ou séries de cotas deve ter classificação dada por agências de risco em funcionamento no país, salvo se forem destinadas a um único cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável, dentre outras hipóteses.

Vale destacar que, em relação ao reforço de crédito, dado pela existência da cota subordinada, esta não pode ser entendida como única garantia, pois, diante de uma eventual variação do fluxo de caixa da carteira de direitos creditórios, o fundo pode vir a sofrer perdas. Note-se que em função de resgates no fundo aberto este percentual de colateralização pode ser alterado, podendo tornar a estrutura ineficiente e mais cara para o cedente quando comparada à captação efetuada. Nesse sentido, devem constar do regulamento a relação mínima entre o valor das cotas subordinadas e o patrimônio líquido do fundo, a periodicidade de apuração e divulgação aos cotistas dessa relação, bem como os procedimentos a serem aplicados no caso de inobservância desse fator.

O excesso de *spread* – originado da diferença de remuneração da carteira de recebíveis em relação à remuneração-alvo das cotas – é também uma importante fonte de reequilíbrio de garantias contra a inadimplência da carteira de ativos do FIDC, pois tal excesso, tradicionalmente, é superior ao necessário para cobrir a remuneração definida para as cotas seniores, os custos de manutenção do fundo e para cobrir ocasionais variações de comportamento da carteira que eventualmente venham prejudicar a estrutura de garantias.

Outra medida mitigadora de risco seria a contratação de seguro de crédito, mas esta ainda é uma estratégia pouco utilizada na montagem dos FIDCs. Já a sobrecolateralização, que também aparece nas estruturas, é uma forma de reforço de crédito assegurado pelo saldo do ativo-lastro sobre o valor das cotas emitidas.

Além das condições estabelecidas pela CVM, o regulamento do fundo também pode prever cláusulas com a descrição dos eventos que gerariam a suspensão, avaliação e até a liquidação antecipada do fundo por decisão de assembleia, e que servem para delimitar o risco do investidor. Entre esses eventos, é comum encontrar o não pagamento de amortização, entre outros, que prejudiquem a capacidade de originação de novos recebíveis – caso do pedido de falência ou concordata preven-

tiva por um dos cedentes –, desenquadramento sistemático do percentual de garantias, ocorrência de inadimplência acima do índice esperado, descumprimento dos deveres definidos entre as partes e ainda a revisão para baixo da avaliação de risco das cotas seniores. Tais eventos podem levar à suspensão do processo de aquisição de novos direitos creditórios ou até do pagamento da amortização de cotas subordinadas (Mezanino e Júnior) que porventura estivesse em curso, preservando principalmente os direitos dos cotistas seniores.

Nesse sentido, no caso de deterioração dos índices de inadimplência das carteiras dos fundos, o que geraria o chamado “evento de avaliação”, os investidores são convocados a participar de uma Assembleia de Cotistas na qual definem o aumento das garantias e o reforço da estrutura dos fundos ou optam pela sua liquidação.

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

Relativamente à estrutura jurídica do fundo, a principal preocupação refere-se, entre outras, à irrevogável caracterização da venda definitiva dos recebíveis (operações *true sale*), e, portanto, à total segregação do risco do cedente. Note-se que estruturas que incluem coobrigação ou garantias do cedente podem ter seu risco avaliado de forma equivalente ao do cedente.

Por fim, questões como a possibilidade e as condições de substituição dos direitos creditórios em caso de atraso ou inadimplência passaram a ser tratadas no âmbito do arcabouço jurídico, e também afetam o grau de segurança do investidor. Ressalte-se que, se, por um lado, a troca do lastro pode evitar a ocorrência de inadimplência no fundo, por outro, se sistemática, pode gerar desconfiança quanto à solvência da carteira, levando à revisão da avaliação de risco das cotas do fundo. Nesse sentido, a revisão dos Informes Mensais, publicação com as demonstrações financeiras do fundo e de responsabilidade dos administradores do FIDC, reformulou todo o conteúdo do documento e o formato de apresentação dos dados divulgados a partir do exercício iniciado em agosto de 2011, criando a obrigatoriedade de listagem desses eventos (pré-pagamento, inadimplência, entre outros) e reforçando a transparência para o mercado dos movimentos na carteira de direitos creditórios dos FIDCs. Adicionalmente, também foram alterados os Demonstrativos Trimestrais, que passaram a conter muito mais informações quantitativas e qualitativas, assegurando maior transparência sobre a evolução das carteiras.

2.1.6. Avanços nas regras contábeis

As mudanças na forma de contabilização das transferências de direitos creditórios para os fundos, exigidas pela Instrução CVM nº 489/11 (com referência na Resolução CMN nº 3.533/08), deram maior transparência à proporção dos riscos e benefícios do direito creditório adquirido pelos FIDCs. Os critérios passam a ser baseados no conceito econômico de transferência/manutenção de riscos e benefícios dos ativos, e não em sua propriedade jurídica. A avaliação quanto à aquisição ou não dos riscos e benefícios de propriedade do direito creditório (quando não evidente) é de responsabilidade da instituição administradora e utiliza como metodologia, preferencialmente, o nível de exposição do fundo à variação do fluxo de caixa esperado do direito creditório. Se esta exposição for relevante, o fundo adquire substancialmente todos os riscos e benefícios em relação ao direito creditório objeto da operação. Por exemplo: se o risco estimado de perdas da carteira estiver em torno de 15% (quinze por cento) do total e o cedente garantir, com a subscrição de cotas subordinadas, percentual igual ou superior à expectativa de perda (15% – quinze por cento) do risco dessa carteira, sem que haja outro tipo de garantia, o fundo registrará, em conta representativa da demonstração financeira, 100% (cem por cento) da carteira como direito creditório sem aquisição substancial de riscos e benefícios.

Também evoluíram outros tratamentos nos registros contábeis para melhor avaliação do ativo financeiro do fundo, como é o caso das provisões para perdas por redução no valor de recuperação do crédito nos FIDCs. Estas passaram a se basear nas perdas esperadas e não mais nas incorridas, possibilitando a linearização do reconhecimento das perdas durante todo o prazo do contrato. Outro ponto alterado foi a incorporação do chamado efeito “vagão”, em que a classificação das operações de crédito de um mesmo devedor deve ser definida considerando aquela de maior risco entre as operações por ele cedidas ao fundo. Vale destacar ainda, em relação à Instrução CVM nº 489/11, a definição da classificação dos ativos financeiros adquiridos pelos FIDCs em três categorias: mensurados pelo valor justo por meio do resultado, como empréstimos e recebíveis; ou mantidos até o vencimento, ficando vedada a categoria disponível para venda, mais comum nas outras estruturas da indústria de fundos com foco maior na liquidez. A descrição de cada uma dessas categorias foi definida nos Pronunciamentos Técnicos do CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis) nº 38, 39 e 40, sendo mandatário para a classificação e mensuração do ativo financeiro o objetivo do modelo de negócio do fundo.

2.1.7. Tipos de riscos

Por se tratar de estruturas bastante flexíveis, os fundos de direitos creditórios são afetados por riscos de naturezas distintas, causados, dentre outros, por flutuações adversas de mercado sobre os direitos creditórios e os ativos financeiros que compõem as suas carteiras, por falhas operacionais de controles internos, ou de validade e eficácia jurídica dos créditos. Tais riscos podem gerar perdas ao fundo e aos seus investidores e, em situações específicas, se previsto no regulamento, requerer a realização de aportes de recursos ao fundo pelos cotistas. Vale destacar ainda que, para a maioria dos eventos de riscos listados, não há previsão de pagamento pelo fundo, administrador, gestor, custodiante ou pelo cedente, de qualquer multa ou penalidade em favor dos cotistas. Mas, de um modo geral, na história da indústria do FIDC é possível perceber que poucos foram os fundos que tiveram problemas mais graves, com a necessidade de liquidação antecipada de suas operações, ou que impuseram perdas aos seus cotistas seniores.

Um deles foi o FIDC do Banco BVA, instituição liquidada extrajudicialmente em outubro de 2014, que apresentou um quadro crescente de inadimplência, mas não com origem em questões de natureza creditícia e sim operacionais, dado que a instituição financeira não restituiu para o fundo os pagamentos recebidos em nome deste e, após a intervenção do Banco Central, houve dificuldade de acesso à documentação comprobatória dos créditos, bem como ao próprio pagamento dos créditos. Situações como essa motivaram mudanças nas normas que regulam os FIDCs, consubstanciadas na Instrução CVM nº 531, com a proibição de o cedente/originador assumir a função de cobrança dos créditos por ele cedidos, ou participar direta ou indiretamente da prestação de serviços de administração e/ou gestão do fundo.

Identificou-se na montagem dos regulamentos uma tendência, induzida inclusive pela CVM, de se apresentar os riscos sempre do mais específico para o mais genérico. Listamos abaixo os tipos mais comuns de risco relatados nos regulamentos.

- **De crédito** - Relacionado ao risco de inadimplência ou atraso no pagamento de juros e/ou principal pelos emissores dos ativos, contrapartes das operações do fundo, ou pelos devedores dos direitos creditórios, podendo ocasionar a redução de ganhos ou mesmo perdas financeiras até o valor das operações contratadas e não liquidadas. Adicionalmente, alterações na avaliação do risco de crédito do emissor/devedor de tais ativos/direitos creditórios poderão acarretar oscilações de preços na carteira do FIDC, havendo uma forte correlação entre o risco de crédito e o de mercado.

As consequências do aumento do risco de crédito foram observadas no caso do Union National

FIDC Financeiros e Mercantis, com a deterioração do valor da sua carteira de títulos após a inadimplência ter atingido quase a totalidade dos direitos creditórios do fundo. As cotas do FIDC estavam lastreadas em uma carteira de recebíveis de baixíssima qualidade, o que afetou fortemente a margem de cobertura para o pagamento do principal e juros, além de o Fundo ter mantido uma relação muito baixa entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira, resultando na forte desvalorização de suas cotas.

- **De liquidez**

- **Dos recebíveis** - Relacionado ao risco de falta de demanda pelos ativos integrantes da carteira do fundo, podendo prejudicar o pagamento de amortização e/ou resgates aos quotistas, seja no que se refere aos valores ou aos prazos pactuados. Como o FIDC apresenta a peculiaridade de se basear em direitos creditórios, para os quais ainda não existe mercado secundário com liquidez no Brasil, os cotistas dos fundos fechados devem considerar ainda a possibilidade de terem que levar a vencimento os respectivos recebíveis sem possibilidade de desfazer o investimento antes desse prazo.

- **No mercado secundário de cotas** - O problema da baixa liquidez relaciona-se também à negociação das cotas dos fundos fechados no mercado secundário, bastante incipiente, que pode trazer limitações ao investidor que precisar de liquidez antes do prazo de encerramento do fundo.

- **De mercado** - Atrrelado a flutuações nos preços dos ativos financeiros/direitos creditórios da carteira, decorrentes de alterações políticas, econômicas e fiscais ou de expectativa dos agentes, bem como de fatores relativos aos respectivos emissores/devedores, podendo acarretar volatilidade das cotas e perdas aos quotistas. Note-se ainda que a marcação a mercado dos ativos do fundo (que consideram valores distintos ao de emissão e/ou de contabilização) poderá ocasionar variação nos respectivos valores e resultar em aumento ou diminuição do valor das cotas.
- **Operacionais** - Falhas nos procedimentos de cadastro, cobrança e de controles internos pelo custodiante, que podem afetar negativamente a qualidade dos direitos creditórios, a cobrança dos recebíveis e a operacionalização da segregação do fluxo de pagamento dos créditos (fungibilidade). Por exemplo, dada a complexidade operacional de muitas das estruturas de FIDC, não há garantia de que a troca de informações entre os sistemas eletrônicos dos envolvidos não apresente falhas/erros. Outro ponto sensível é que, a despeito do avanço no uso das Notas Fiscais Eletrônicas, cuja validade jurídica é garantida pela assinatura digital do cedente, estas podem ser canceladas ou anuladas após a checagem da cessão dos créditos ao fundo pelo custodiante.

- **Pré-pagamento (pagamento antecipado)** - O fundo pode adquirir direitos creditórios que permitam aos clientes pagar antecipadamente a dívida. Nesses casos, é comum a concessão de descontos em relação ao valor de face dos direitos creditórios, causando a redução do valor esperado no momento de sua aquisição pelo fundo, trazendo prejuízo aos cotistas.
- **De derivativos** - Refere-se ao risco de distorção de preço entre o derivativo e seu ativo objeto, que pode elevar a volatilidade do fundo, limitar as possibilidades de retornos adicionais nas operações, não produzir os efeitos pretendidos, e até provocar perdas ao fundo e aos cotistas. Mesmo como forma de proteção das posições à vista, o derivativo pode não representar um *hedge* perfeito, não se mostrando, portanto, suficiente para evitar perdas à carteira.
- **De concentração** - Relacionado à concentração das aplicações do fundo em direitos creditórios de apenas um ou poucos sacados, na medida em que potencializa os efeitos negativos sobre a carteira de eventuais problemas que possam ocorrer na respectiva empresa e/ou segmento. O risco associado às aplicações do fundo será diretamente proporcional à concentração de suas aplicações, o que torna muito importante o estabelecimento de limites de concentração em direitos creditórios de um mesmo cliente por parte da política de investimentos do fundo.
- **Descasamento de taxas de juros entre ativo e passivo** - Refere-se ao descasamento entre a taxa de juro usada como referencial de rentabilidade do fundo (geralmente pós-fixada) e as taxas prefixadas nos contratos de compra e venda dos direitos creditórios a serem adquiridos pelo fundo, podendo resultar em perda de rentabilidade durante o período de maturação dos créditos.
- **De efeito caixa** - A gestão do caixa não é uma tarefa trivial. O aumento da liquidez na carteira leva as instituições a mobilizarem os recursos que não são remunerados, podendo haver um “relaxamento” na seleção dos créditos, efeito que pode ser mitigado com a definição de critérios consistentes de elegibilidade dos direitos creditórios. Além dessa questão, o excesso de liquidez também pode gerar um problema de solvência para o FIDC, na medida em que resulte em uma remuneração inferior à da referência (*benchmark*) adotada para a cota sênior.
- **De perdas judiciais** - Arelados ao custo de cobrança judicial dos direitos creditórios, bem como ao caráter discricionário da decisão dos julgadores de eventuais ações (no caso de derrota no pleito, o fundo estará sujeito ao pagamento de verbas de sucumbência).
- **Da validade ou eficácia da cessão dos direitos creditórios** - A cessão pode ser invalidada ou tornada ineficaz a pedido de terceiros e/ou por determinação do poder judiciário nos

casos em que, no momento da cessão, o cedente estiver insolvente, em situação de risco de insolvência ou não dispuser de bens e direitos para o cumprimento de obrigações fiscais.

- **De problemas com o cedente e/ou eventuais coobrigados** - Condições econômicas ou de mercado, bem como relativas à gestão empresarial, podem alterar os resultados do cedente, levando-o à falência ou ao fechamento de filiais, trazendo, inclusive, riscos para a performance e liquidez dos fundos. Casos recentes de FIDCs, que sofreram com o processo de intervenção do cedente, foram os do Banco Panamericano que, por serem fundos abertos, tiveram resgates expressivos de cotas imediatamente após o anúncio da intervenção do banco, colocando em risco a liquidez do fundo se os resgates continuassem crescentes. Tais fundos foram transferidos para a administração da Caixa Econômica Federal após a troca do controle acionário do Banco e continuam em funcionamento. Outro caso nessa linha foi o FIDC Parmalat, um dos mais antigos e emblemáticos, que, prejudicado por problema na matriz da empresa italiana, gerou incertezas em relação à cedente no Brasil, o que motivou, em reunião extraordinária dos cotistas, a decisão de resgatar antecipadamente as cotas seniores (sem prejuízo aos cotistas) e a liquidação definitiva do fundo, três meses após o lançamento do FIDC.
- **De descontinuidade** - Relativo ao não cumprimento, pelo cedente, do compromisso de originar e ceder direitos de crédito ao fundo, ao longo de sua existência, de modo a assegurar um percentual mínimo das aplicações do fundo nos direitos creditórios elegíveis. Tal evento pode comprometer o prazo de duração previsto para o fundo, mediante liquidação antecipada conforme regulamento, o que reduzirá o horizonte original do investimento no Fundo.
- **De natureza específica** - Existem riscos específicos ligados ao setor ou mesmo à empresa originadora, inclusive no que se refere à estrutura de oferta e demanda, que podem afetar a solvência dos recebíveis e, portanto, o fluxo ou o valor dos pagamentos aos quotistas.

2.1.8. Precificação do FIDC

De modo geral, os direitos creditórios e os ativos financeiros integrantes das carteiras dos fundos são precificados de acordo com procedimentos para registro e avaliação de títulos e valores mobiliários, conforme estabelecido na regulamentação, atendendo a critérios consistentes e passíveis de verificação e de acordo com o manual de precificação adotado pelo Custodiante do fundo. O trabalho também leva em consideração aspectos relacionados aos devedores, aos seus garantidores e às características da correspondente operação, conforme metodologia a ser descrita nos regulamentos dos fundos. Mas a falta de referência de negócios acaba, em grande medida, induzindo a conta-

bilização desses direitos e ativos pelo custo de aquisição, acrescido diariamente dos rendimentos incorridos ou da atualização monetária aplicável (preço ao par ou curva do papel).

2.1.9. Publicidade

A necessidade de assegurar comparabilidade entre os diferentes tipos de FIDC, de forma a permitir ao investidor tomar sua decisão de investimento adequadamente, e de acordo com suas expectativas de rentabilidade e disposição para assumir risco, exigiu da CVM, bem como da ANBIMA, via autor-regulação, a definição de regras claras a serem seguidas pelos administradores desses fundos. Nos casos de divulgação de um fundo comparando-o a outros, devem ser informados na mesma matéria as datas, os períodos, a fonte das informações utilizadas, os critérios adotados e todas as demais informações consideradas relevantes para a adequada avaliação do investidor. Toda divulgação de rentabilidade deve informar, quando for o caso, a incidência de taxa de saída ou de performance que reduza o valor da cota ou o número de cotas no resgate, esclarecendo seu valor e forma de apuração. E sempre que o material de divulgação apresentar informações referentes à rentabilidade ocorrida em períodos anteriores, deve ser incluída advertência, com destaque, de que a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros e que os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou pelo FGC (Fundo Garantidor de Créditos).

Por fim, a Instrução CVM nº 547/14 passou a admitir que os comunicados de fatos relevantes das companhias abertas fossem divulgados por meio de portais de notícia presentes na internet e não apenas em jornais de grande circulação. Pode ser em apenas 1 (um) portal, caso a companhia opte pela divulgação por meio eletrônico, uma vez que o documento também deve estar disponível no *site* da CVM, da companhia e, quando for o caso, do mercado onde os valores mobiliários forem admitidos à negociação. A medida buscou facilitar e agilizar a disseminação desses comunicados, contribuindo para a redução de custos para as companhias e para o aumento da atratividade do mercado de capitais como alternativa de financiamento às mesmas.

2.1.10. Custos e encargos dos FIDCs

Constituem encargos do fundo, além da taxa de administração e da taxa de desempenho ou de performance prevista no regulamento respectivo, uma lista de gastos envolvidos no funcionamento do FIDC, tais como impostos ou contribuições que recaiam sobre os bens, direitos e obrigações do fundo, as despesas com publicação e comunicação, honorários dos auditores, advogados, taxa de

custódia, custo com a classificação periódica de risco, entre outros. Vale ressaltar que, para o cálculo do número de cotas a que tem direito o investidor, devem ser deduzidas do valor entregue à instituição administradora as taxas ou despesas convencionadas no regulamento do fundo.

2.1.11. Autorregulação

Desde 2004, a indústria de FIDCs conta com o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento, que estabelece princípios e regras que devem ser observados pelas instituições participantes do código, entendidas como instituições associadas à ANBIMA que atuem neste mercado ou outras instituições que voluntariamente solicitem adesão ao código. O código é organizado em uma parte geral, aplicável a todos os fundos de investimento, e Anexos com regras específicas para cada tipo de fundo de investimento que o código abrange, sendo o Anexo II dedicado aos FIDCs. De forma geral o código busca, dentre outros objetivos, a concorrência leal e a elevação dos padrões fiduciários, e conta com regras relativas à constituição, funcionamento e distribuição, que complementam e reforçam a atividade do regulador.

Adicionalmente, na capa dos prospectos e em todos os materiais de divulgação do FIDC, ofertados por instituições aderentes ao código, é obrigatório o uso do Selo ANBIMA. O objetivo da utilização do selo é demonstrar o compromisso das Instituições Participantes com o cumprimento e observância das disposições do código.

▶ 3. MAPEAMENTO DA INDÚSTRIA

A análise do perfil dos fundos de investimento em direitos creditórios no Brasil foi efetuada com base em estatísticas primárias disponíveis no *site* da Comissão de Valores Mobiliários, em informações consolidadas pela ANBIMA e outros *sites* especializados, além de documentos, tais como Regulamentos e Prospectos, disponibilizados pelos respectivos fundos ao público em geral. As informações foram complementadas por entrevistas realizadas com 25 instituições, participantes diretos ou indiretos dos diversos segmentos da indústria, fundamentais para a compreensão do processo de estruturação destes fundos e caracterização do produto, bem como a identificação dos principais avanços e eventuais limitações da indústria.

Já no início do trabalho encontramos algumas dificuldades para avançar com a análise histórica, valendo mencionar, entre as principais, a inexistência de uma base de dados consolidada, principalmente em relação às informações contidas nos informes mensais, disponibilizados na CVM, o que obriga o usuário a buscar os documentos de forma individualizada, e em formato pouco amigável, fundo por fundo. Ressalte-se que, com as mudanças implementadas nos Informes, válidas desde o exercício de 2012, a análise da evolução da indústria ficou ainda mais difícil, uma vez que a continuidade da série foi comprometida.

De positivo, as novas informações do documento, dentre elas, as de pré-pagamento, inadimplência e de originação do recebível por segmento, permitiram uma análise mais acurada dos FIDCs por parte dos investidores. No mesmo sentido está o crescimento da base de dados da ANBIMA, que vem contribuindo para um melhor mapeamento do perfil da indústria, em linha com a demanda do mercado por mais estatísticas para o setor.

3.1. Análise do perfil dos FIDCs (FIDC, FIDC-NP, FICFIDC E FICFIDC-NP)

Desde a sua criação, em 2002, o segmento de fundos de investimento em direitos creditórios passou por um significativo crescimento, com o número de ofertas atingindo o pico da série histórica de 130 registros em 2008. Contudo, a partir desse ano a indústria não conseguiu manter o ritmo de crescimento, influenciada pelos desdobramentos da crise financeira nos mercados internacionais e suas consequências para a liquidez mundial, bem como por mudanças regulatórias introduzidas pela CVM nos últimos anos.

De fato, com a crise do Subprime americano – decorrente de perdas relacionadas ao financiamento de imóveis nos EUA com reflexo sobre a saúde financeira de bancos mundialmente importantes e parte da indústria de fundos –, houve uma forte redução da liquidez e da confiança nos mercados, principalmente em relação à qualidade dos recebíveis que serviam de lastro em operações de securitização.

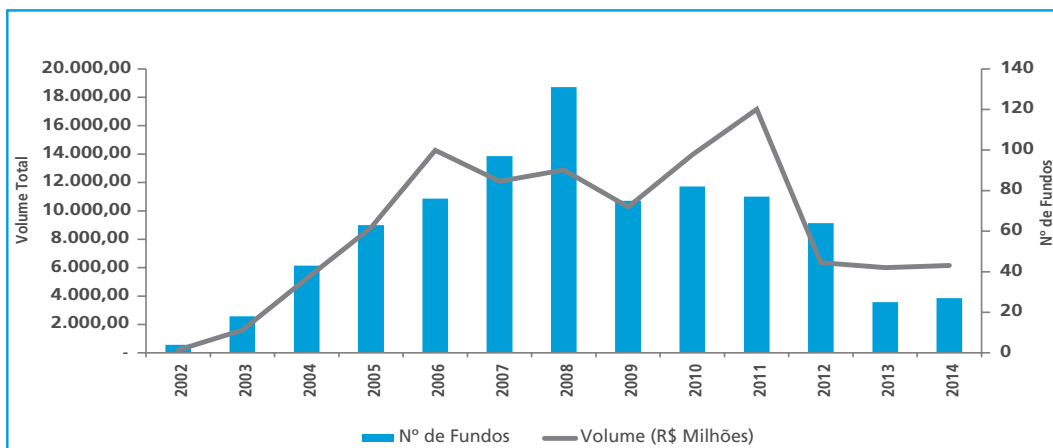
Por outro lado, em linha com os avanços na estruturação dos FIDCs e buscando reforçar aspectos relacionados à governança desses fundos, a CVM colocou em audiência pública, ainda em meados de 2012, minuta de Instrução trazendo diversas alterações regulatórias, com destaque para o reforço na segregação de funções, que culminou com a edição da Instrução nº 531 e inibiu temporariamente emissões no período, devido às incertezas sobre o impacto das novas exigências regulatórias.

Ofertas de cotas de FIDC* - valores em R\$ milhões

Anos	Ofertas Registradas		Dispensa de Registro		Dispensa Esforços Restritos		Total	
	Nº	Volume	Nº	Volume	Nº	Volume	Nº	Volume
2002	3	200,00					3	200,00
2003	11	1.540,00	7	60,00			18	1.600,00
2004	32	5.134,65	11	100,00			43	5.234,65
2005	46	8.579,13	17	233,48			63	8.812,60
2006	63	12.777,40	13	1.484,60			76	14.262,00
2007	65	9.961,56	32	2.126,80			97	12.088,35
2008	63	10.020,85	68	2.857,18			131	12.878,03
2009	27	8.212,66	33	1.221,34	15	838,15	75	10.272,15
2010	33	10.233,60	27	2.064,90	22	1.652,36	82	13.950,86
2011	24	7.128,15	6	95,69	47	9.932,77	77	17.156,61
2012	16	3.917,75	13	160,32	35	2.281,10	64	6.359,17
2013	11	3.541,33	4	188,94	10	2.271,02	25	6.001,28
2014	11	1.796,20	2	100,00	14	4.257,51	27	6.153,70

(*) Inclui FIDC-NP e FIC-FIDC. **Fontes:** ANBIMA e CVM.

Oferta de cotas de FIDC - Volume total e nº de fundos



Fontes: ANBIMA e CVM.

Evolução do nº e do patrimônio líquido (FIDC, FIDC-NP e FICFIDC)

Anos	FIDC		FIC FIDC		FIDC - NP		TOTAL FIDC		FIDC - NP (sem Sistema Petrobras)	TOTAL FIDC (sem Sistema Petrobras)
	Nº de Fundos	PL (R\$ Milhões)	Nº de Fundos	PL (R\$ Milhões)	Nº de Fundos	PL (R\$ Milhões)	Nº de Fundos	PL (R\$ Milhões)	PL (R\$ Milhões)	PL (R\$ Milhões)
2005	101	14.862,00	5	197	-	-	106	15.059,00	-	15.059,00
2006	146	20.180,00	5	305	-	-	151	20.485,00	-	20.485,00
2007	171	29.528,00	4	237	-	-	175	29.765,00	-	29.765,00
2008	171	28.956,00	5	298	31	10.473,00	207	39.727,00	727,97	29.981,97
2009	267	30.390,00	9	980	62	25.184,00	338	56.554,00	3.406,84	34.776,84
2010	248	38.619,00	11	1.220	57	20.249,00	316	60.088,00	3.701,54	43.540,54
2011*	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
2012	281	45.169,00	18	1.605	85	21.114,35	384	67.888,35	7.812,68	54.586,68
2013	290	43.105,00	21	2.592	113	37.956,79	424	83.653,79	9.897,48	55.594,48
2014	289	39.084,00	23	2.997	147	32.466,87	459	74.547,87	12.858,74	54.939,74

(*) Informações não divulgadas pela CVM. Fonte: CVM.

Apesar da queda do ritmo de ofertas após a edição da Instrução, foram registrados junto à CVM, desde o início da indústria de FIDC até dezembro de 2014, 782 fundos, com um volume captado de quase R\$ 115 bilhões junto a 11 mil investidores, entre cotistas seniores e subordinados. O Patrimônio Líquido dos FIDC em mercado fechou 2014 em R\$ 74,5 bilhões, com 459 fundos em atividade.

Como ocorreu com os demais valores mobiliários, a simplificação do processo de oferta, por meio de esforços restritos, promovida pela Instrução CVM nº 476/09, levou os emissores, também no caso dos FIDC, a migrarem para a modalidade. De fato, desde 2010, mais da metade das ofertas foi efetuada sob o amparo da Instrução CVM nº 476.

3.2. Não padronizados – FIDC-NP

Entre os fundos de direitos creditórios disponíveis no mercado, observou-se interesse crescente pelos FIDC não padronizados, ou FIDC NP, criados ao final de 2006 pela Instrução CVM nº 444. Isso ocorreu tanto por parte dos originadores, pela possibilidade de desmobilização de ativos ilíquidos do balanço das instituições cedentes dos recebíveis, quanto dos investidores, pela perspectiva de obter maior remuneração. Essa modalidade de fundo acabou atendendo a demanda do mercado por estruturas mais flexíveis, abrindo espaço para operações que envolvem recebíveis com fluxo de

caixa mais incerto e/ou de maior risco. Em dezembro de 2014, os fundos não padronizados (147) já respondiam por 34% do número total de FIDC registrados e por 45% do patrimônio do segmento, neste caso, fortemente influenciado pelo peso de um único fundo, o do Sistema Petrobras, que corresponde a 60% do patrimônio líquido dos FIDCs NP. Estruturado para assegurar maior eficiência à gestão de caixa das empresas do grupo ao conciliar o excesso de recursos em algumas delas com a necessidade de captação de outras, o fundo funciona como um instrumento de desintermediação financeira e tem como cotistas apenas empresas do grupo Petrobras. Com patrimônio líquido significativo desde seu registro em 2007, o fundo alcançou o valor de R\$ 19,6 bilhões em dezembro de 2014, mais de oito vezes o segundo maior fundo do segmento, representando, sozinho, 26,3% do total da indústria de FIDC. Por conta da sua expressiva participação, em alguns casos, o FIDC Petrobras será excluído da base estatística analisada, de forma a evitar o comprometimento da identificação das características gerais e do perfil da indústria.

3.3. Fundo de cotas – FIC FIDC

Os fundos de direitos creditórios também podem assumir o formato de fundos de investimentos em cotas (FIC FIDC ou FIC FIDC-NP). O investimento nesse tipo de fundo, pelo depoimento de alguns agentes, teria a vantagem de requerer esforço de avaliação e acompanhamento dos riscos envolvidos na estruturação dos FIDCs por parte dos investidores, mantendo o potencial de retorno desses fundos. Essa tarefa seria delegada aos gestores, que a partir da expertise profissional, selecionariam a melhor combinação de FIDCs que atendesse a relação risco-retorno desejada pelos investidores. Para tanto, a legislação exige a aplicação de, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) do respectivo patrimônio líquido em cotas de FIDC.

O histórico dos registros junto à CVM revela que essa modalidade de fundos vem crescendo, mas ainda é pouco usada, constando apenas 23 FICs (10 FICFIDC e 13 FICFIDC-NP) em mercado ao final de 2014, com patrimônio líquido acumulado de menos de R\$ 3 bilhões. A principal razão, apontada nas entrevistas, seria a baixa oferta de fundos para alocação relativamente ao elevado percentual mínimo requerido do patrimônio líquido (95%) em cotas desses fundos. Ainda de acordo com os agentes, os melhores FIDCs distribuídos em mercado teriam grande demanda, inclusive por instituições financeiras ligadas à oferta, o que, somado ao rigor dos gestores na seleção dos fundos, restringiria ainda mais as opções no mercado para a constituição de fundos em cotas.

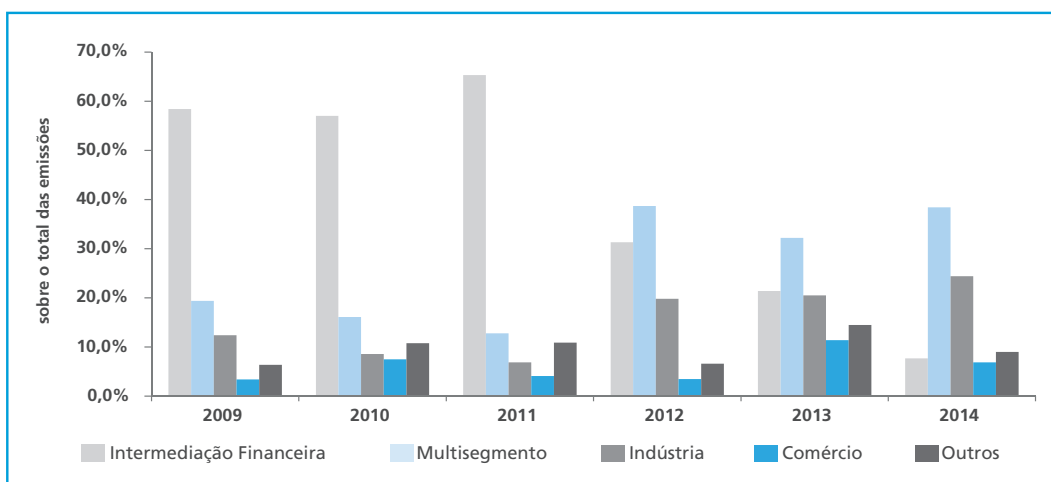
3.4. Predominam os condomínios fechados

A preferência dos originadores pela constituição de FIDCs sob a forma de condomínio fechado cresceu em relação ao começo da indústria, passando de 71% em 2006 para 83% do total de registros em 2014. Esse tipo de condomínio não está aberto à captação de recursos junto ao investidor, que só pode se desfazer do investimento no mercado secundário. Os FIDC-NP são os que apresentam maior parcela de fechados, com 87% do total.

3.5. Diversificação de emissores

Outro aspecto da evolução da indústria do FIDC é a ampliação e diversificação dos originadores dos fundos, bem como dos diferentes setores da economia cedentes dos direitos creditórios. Apesar de a atividade de intermediação financeira ter papel importante na geração de créditos para os FIDCs ao longo dos anos, o desenvolvimento do mercado agregou outros grupos financeiros e empresas de distintos portes e segmentos de atuação. Os dados de emissões de cotas por atividade econômica do cedente entre o período de 2009 e 2014, divulgados pela Uqbar, mostram o crescimento dos cedentes de mais de um setor econômico – multisetores –, bem como aqueles cedidos pelo segmento industrial durante os anos analisados.

Emissões de cotas de FIDC por atividade econômica do cedente

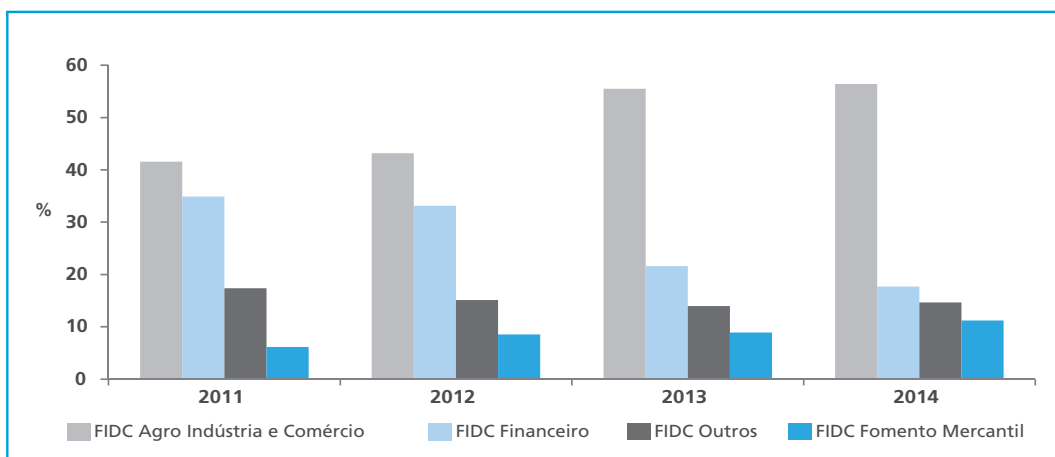


Fonte: Uqbar.

Esse movimento também é captado pelos dados da ANBIMA, coletados a partir de 2011. Sem considerar o FIDC do Sistema Petrobras na análise, observamos que os FIDCs Financeiros, que contemplam os fundos de crédito consignado e de financiamento de veículos, reduziram drasticamente a sua participação em 2014, passando a ser os de menor patrimônio líquido entre os tipos ANBIMA. O segmento de direitos creditórios financeiros foi destaque na indústria por um longo período, chegando a responder pela maior parcela do patrimônio líquido entre os tipos classificados até 2013. Entre as principais causas da perda de participação desses FIDCs estão o baixo dinamismo econômico, que gerou problemas de inadimplência, além das mudanças de regras de financiamento de veículos e na própria regulação dos fundos.

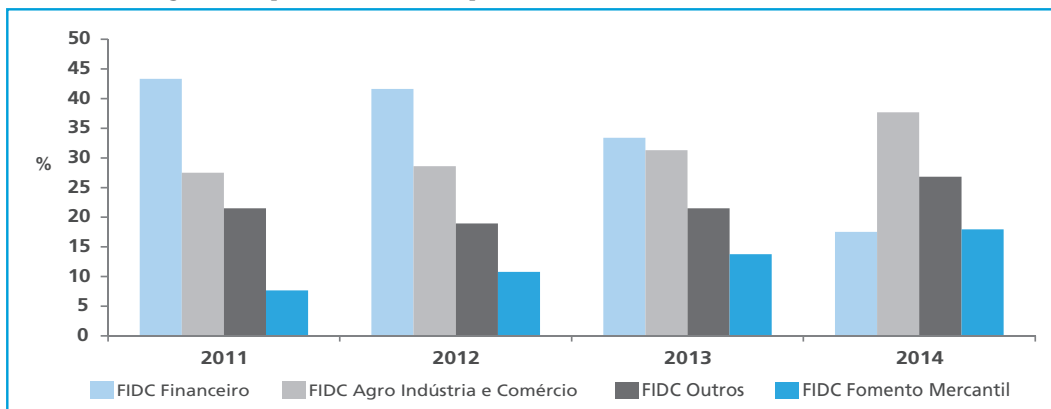
Se incluirmos o fundo do Sistema Petrobras na análise, o tipo FIDC Agro Indústria e Comércio passa a ser o de maior patrimônio líquido durante todo o período de análise. Esse tipo inclui, além do FIDC Petrobras, os fundos com carteira de recebíveis originários de operações de segmentos do setor de infraestrutura, como distribuição de energia elétrica, telecomunicações, saneamento e transporte; de operações comerciais, como duplicatas, carnês e faturas de cartão de crédito junto aos lojistas (exceto operações com bancos); e de operações corporativas, como financiamentos a fornecedores e créditos gerados no setor do agronegócio.

Distribuição do patrimônio líquido dos FIDCs



Fonte: ANBIMA.

Distribuição do patrimônio líquido dos FIDCs sem Sistema Petrobras



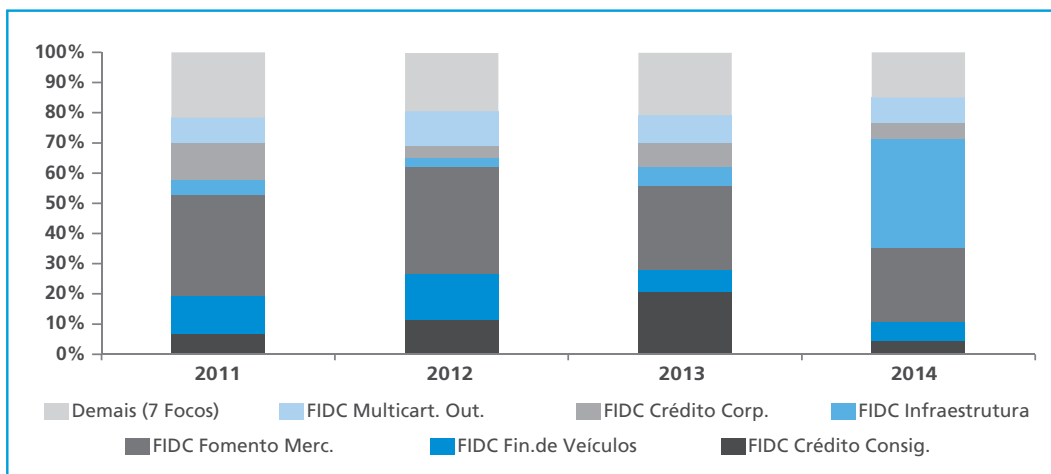
(*) sem FIDC do Sistema Petrobras. **Fonte:** ANBIMA.

3.6. Pulverização de cotas e distribuição dos fundos

Os dados de FIDC coletados a partir de 2011 pela ANBIMA, abertos por foco de atuação, revelam que os fundos de fomento mercantil são destaque em número de registros e de cotistas, com média superior a 30% da amostra no período. Estão incluídos nesse grupo os fundos com carteiras pulverizadas de recebíveis originados e vendidos por diversos cedentes, que buscam recursos através de firmas de fomento mercantil e cooperativas de crédito. Contudo, em 2014, o BB Votorantim Highland Infraestrutura, primeiro FIDC de infraestrutura emitido sob o amparo da Lei nº 12.431/11, conseguiu a maior pulverização de venda de cotas já registrada, com 2 385 cotistas seniores e 235 cotistas subordinados, levando o segmento a liderar com folga a relação de cotista por fundo.

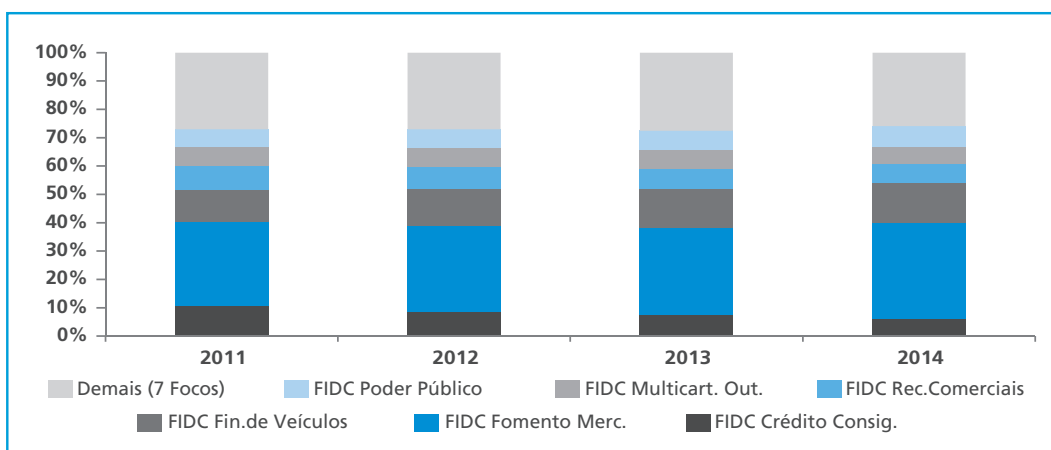
A elevada pulverização identificada no FIDC de infraestrutura do Banco do Brasil, no entanto, não predomina no segmento. Consta-se que 84% dos fundos registrados na CVM não têm mais do que 20 cotistas (seniores e subordinados), revelando uma demanda concentrada pelos FIDCs em investidores de grande porte como Assets e investidores institucionais. Vale lembrar que os fundos em direitos creditórios somente podem ser adquiridos por investidores qualificados ou por fundos de investimento que possuem, em sua política de investimento, a possibilidade de aquisição de cotas de FIDCs, mesmo que tenham como público-alvo investidores não qualificados, o que em alguma medida justifica menor pulverização que a observada nas ofertas direcionadas ao público em geral. Ainda assim, pela base ANBIMA, o número de cotistas cresceu quase 80% entre 2011 e 2014, o que caracteriza uma evolução significativa, em especial em face do menor aumento no número de fundos, 33%, no mesmo período.

Distribuição do nº de cotistas por foco de atuação do FIDC



Fonte: ANBIMA.

Distribuição do nº de fundos por foco de atuação do FIDC



Fonte: ANBIMA.

3.7. Detentores dos FIDCs

Embora haja pouca informação disponível sobre a natureza dos investidores de FIDC, geralmente restrita aos Anúncios de Encerramento de cada fundo, a partir dos dados dos anuários da Uqbar entre 2009 e 2014, que consolidam o perfil dos detentores dos FIDC baseando-se em amostras dos

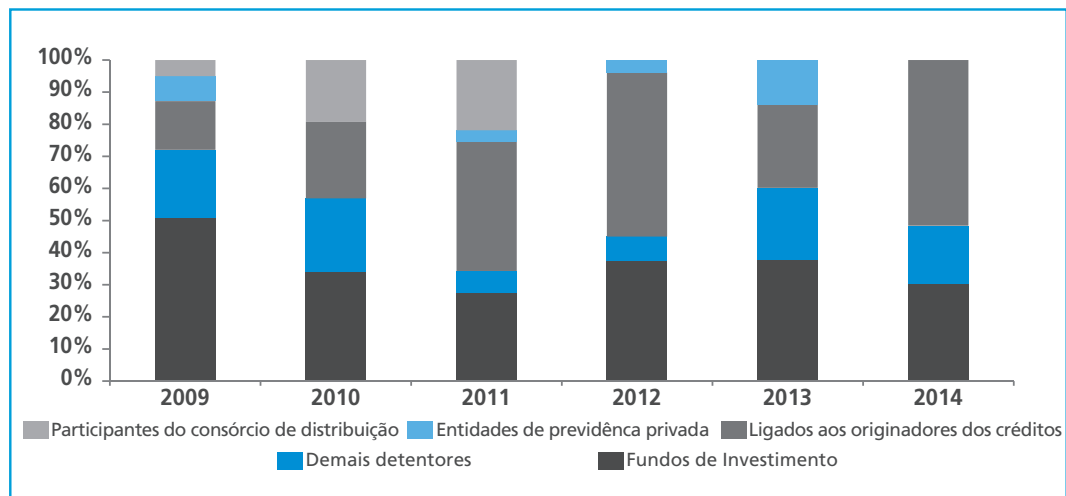
Anúncios, observa-se que, salvo em 2011 e 2014, os fundos de investimento foram os principais compradores de cotas de FIDC em termos de montante da emissão, seguidos por adquirentes ligados aos originadores dos créditos e participantes do consórcio de distribuição.

Distribuição de cotas de FIDCs por detentor

Distribuição de Cotas de FIDCs por Detentor	Amostra					
	59,6% do total emitido em 2009	41,8% do total emitido em 2010	55,6% do total emitido em 2011	61,2% do total emitido em 2012	41,8% do total emitido em 2013	41,6% do total emitido em 2014
Fundos de Investimento	51,0%	34,0%	27,7%	37,5%	37,8%	30,4%
Instituições financeiras ligadas a(os) originador(es) dos créditos	15,2%	9,3%	10,2%	36,1%	11,1%	46,5%
Demais instituições financeiras	15,0%	8,8%	-	4,1%	10,5%	-
Entidades de previdência privada	7,8%	-	3,5%	3,9%	14,0%	-
Instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição	5,0%	19,3%	21,9%	-	-	-
Outros	6,0%	14,1%	6,6%	3,4%	11,9%	18,0%
Pessoas físicas ou jurídicas ligadas ao(s) originador(es) dos créditos	-	14,5%	30,1%	15,0%	14,7%	5,1%

Fonte: Uqbar.

Participação dos detentores nas Ofertas de FIDCs - amostra



Fonte: Uqbar.

No que se refere a importantes investidores potenciais como entidades de previdência, observa-se que elas ainda não têm participação significativa nas aplicações. Tal cenário é justificado em parte pelo fato de o investimento em FIDCs exigir grande esforço de análise das estruturas e ainda enfrentar relativa resistência nos comitês de investimento dessas instituições, uma vez que os ativos da carteira – recebíveis – incorporam riscos com os quais eles não estão acostumados a lidar. Note-se que o FIDC possui uma complexa estrutura, que exige especialização para a sua avaliação e monitoramento, especialmente no que se refere às questões jurídicas e operacionais, como, por exemplo, tipos de cessão – com ou sem coobrigação do cedente –, cobrança, garantias, gatilhos, entre outras.

De fato, os últimos dados divulgados pela Susep (Superintendência de Seguros Privados) para as EAPCs (entidades abertas de previdência complementar), referentes a 2013, indicam ativos garantidores das provisões técnicas de R\$ 121 bilhões, enquanto as aplicações efetuadas diretamente em FIDCs por todos os setores supervisionados pela Autarquia (que inclui também o de seguro e capitalização) foram de apenas R\$ 171 milhões, ou 0,14% do total desses ativos no período.

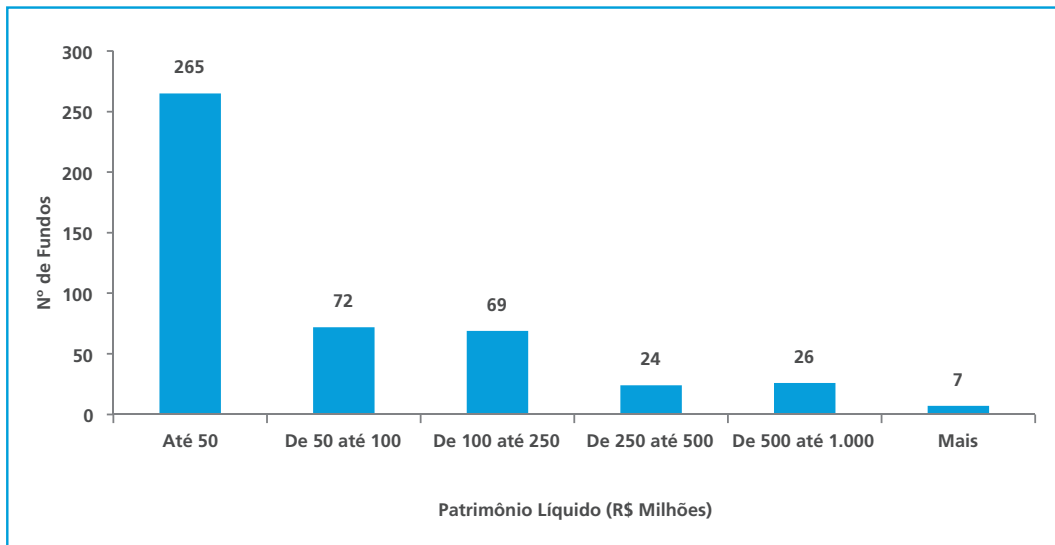
Já para as entidades fechadas de previdência complementar, cuja carteira de ativos alcançou R\$ 667 bilhões, segundo a Abrapp, em junho de 2014, a informação sobre o montante que as entidades têm aplicado em FIDCs não está disponível, ainda que, de acordo com os relatos do mercado, a realidade não parece ser muito diferente da observada para as EAPCs.

Todavia, tal representatividade pode ser consideravelmente maior dada a possibilidade de as entidades de previdência investirem em FIDCs por meio de fundos de investimento, não mensurada nesse livro por falta de informação disponível em mercado.

Além da complexidade dos FIDCs, pesa, para as EAPCs e EFPCs, a necessidade de observar os limites de diversificação de riscos estabelecidos pelas Resoluções CMN nº 3.308/05 e nº 3.792/09, respectivamente. Para ambas existem limites por modalidade de investimento em FIDCs (10% e 20% de recursos de cada plano, respectivamente), por emissor das cotas (25% e 10% do patrimônio líquido do fundo) e por concentração por investimento (25% de uma mesma classe ou série de cotas de FIDC, apenas para as EFPCs).

Nesse sentido, questões relacionadas ao tamanho da indústria de FIDC podem se mostrar um entrave ao avanço dos investimentos dessas entidades em fundos de direitos creditórios. Isso porque 58% dos FIDCs em mercado tinham no máximo R\$ 50 milhões de patrimônio líquido e até 73% desses fundos não chegavam a ter R\$ 100 milhões de patrimônio líquido – valores que são significativamente baixos se comparados à carteira total das entidades de previdência de mais de R\$ 800

Distribuição dos FIDCs por faixa de patrimônio líquido - Dez/2014



Fonte: ANBIMA.

bilhões no período. De acordo com os limites legais, 10% dos recursos dessas entidades aplicados em fundos de direitos creditórios, por exemplo, representariam mais que o patrimônio da indústria de FIDC em 2014. Além disso, a vedação à aquisição de cotas de um mesmo FIDC em valor superior a 10% do patrimônio líquido do fundo (no caso das EFPCs) criaria um teto de aplicação de R\$ 10 milhões para a maioria dos fundos de direitos creditórios em mercado, montante considerado bastante baixo para o perfil desses investidores.

Finalmente, outro aspecto que desestimula investimentos em FIDC por parte dos institucionais é a inexistência de um mercado secundário ativo que assegure liquidez às aplicações efetuadas em cotas de fundos fechados. A ausência de mercado secundário, que é comum no mercado brasileiro para todos os ativos de crédito, é ainda mais potencializada no caso de FIDCs pela ausência de novas emissões em volume e em quantidade demandados pelos investidores.

De qualquer forma, a avaliação é de que há um grande potencial de crescimento em função da demanda desses investidores, o que representa um grande desafio para os estruturadores de FIDC de como atender a um eventual aumento da demanda por parte dessas entidades e de outros investidores, em face da relativa inelasticidade da oferta.

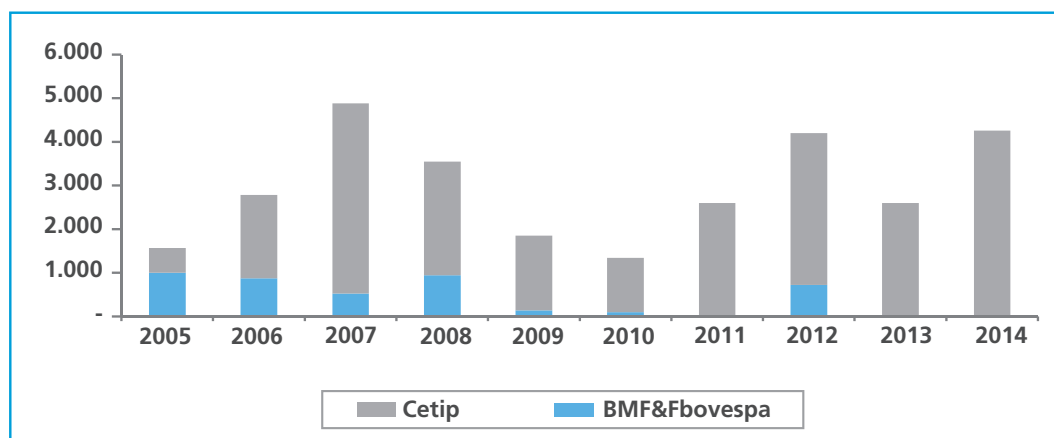
3.8. Mercado secundário de cotas

De fato, os volumes negociados desde 2005 mostram um baixo giro em relação ao patrimônio dos FIDCs e, apesar do expressivo crescimento observado em 2014, há uma concentração de negócios em poucos fundos fechados. Foram transacionados R\$ 4,2 bilhões em 2014, em 4300 operações, mas um único FIDC respondeu por mais da metade de todo o volume registrado na Cetip.

Adicionalmente, 80% dos fundos fechados não somaram o equivalente a um mês de negociação com suas cotas em todo o ano. Mesmo o fundo com maior volume negociado efetuou registros em apenas 20 dias ao longo do ano, com 61 operações ao mesmo preço. De fato, a transparência em relação aos negócios com cotas de FIDCs ainda é insuficiente, e não há facilidade de acesso pelos investidores em geral às cotações de preços (compra e venda) de cotas nos ambientes de registro da Cetip e BM&FBovespa. Além disso, não há informação disponível sobre a natureza do investidor que opera no mercado secundário – fundos, seguradoras, fundos de pensão, bancos, pessoas físicas ou jurídicas não financeiras –, o que permitiria o desenvolvimento de estratégias de estruturação primária dos FIDCs em função do perfil do investidor do mercado secundário.

A análise do mercado secundário de cotas de FIDCs permite observar uma concentração dos registros na Cetip. Algumas razões elencadas pelo mercado para esse movimento foram a maior simplificação efetuada para o registro dos fundos, além do fato de o investidor em cotas de FIDCs ter perfil de renda fixa e, nesse sentido, já estar cadastrado na Cetip para esse tipo de negociação.

Volume negociado no mercado secundário - R\$ milhões



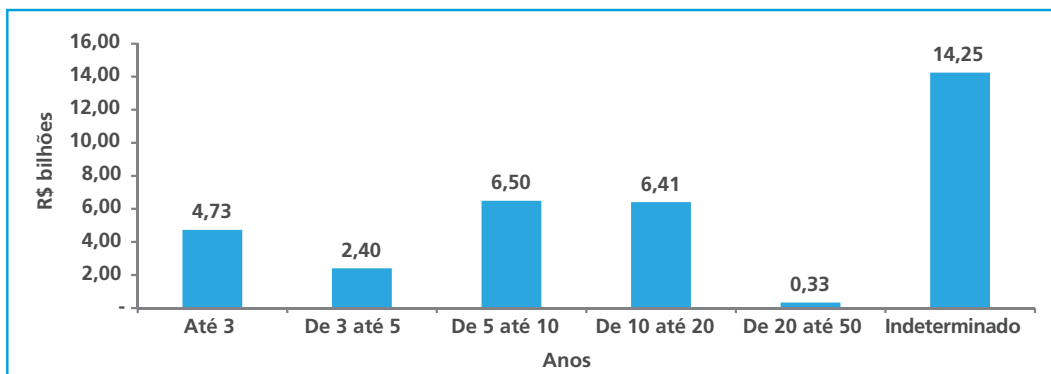
Fontes: BM&FBovespa, Cetip e Uqbar.

A percepção é de que o cadastro adicional em outra entidade geraria custo a mais ao fundo, o que, dada a liquidez do mercado, não se justificaria.

3.9. Prazo dos FIDCs chega a cinquenta anos

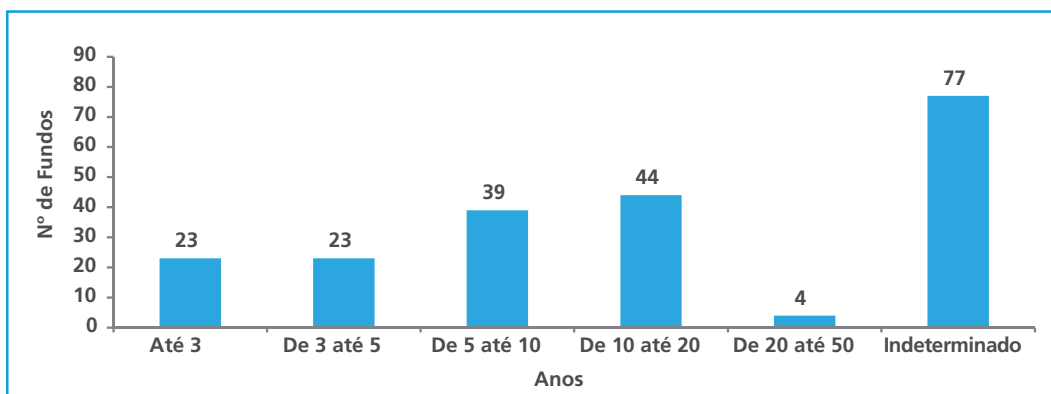
A distribuição dos FIDCs por prazos de vencimento, para uma amostra de 251 fundos, emitidos entre 2007 e 2014, indica que a maior parte (36%), tanto em número de fundos quanto em relação ao patrimônio líquido, possui prazo indeterminado, característica mais comum nas estruturas constituídas sob a forma de condomínio aberto. Os FIDCs com prazo entre 10 e 20 anos vêm logo em

Distribuição do patrimônio líquido por prazo de vencimento do FIDC



Fonte: ANBIMA.

Distribuição do nº de fundos por prazo de vencimento do FIDC



Fonte: ANBIMA.

seguida em número de fundos. Em termos de patrimônio líquido, o segundo lugar fica com os FIDCs com prazo de vencimento entre 5 e 10 anos. De qualquer forma, para o padrão brasileiro, essa é uma indústria de prazos mais longos, com 84% dos fundos, em termos de patrimônio líquido, com prazo de duração superior a cinco anos.

3.10. Amadurecimento da indústria de FIDCs

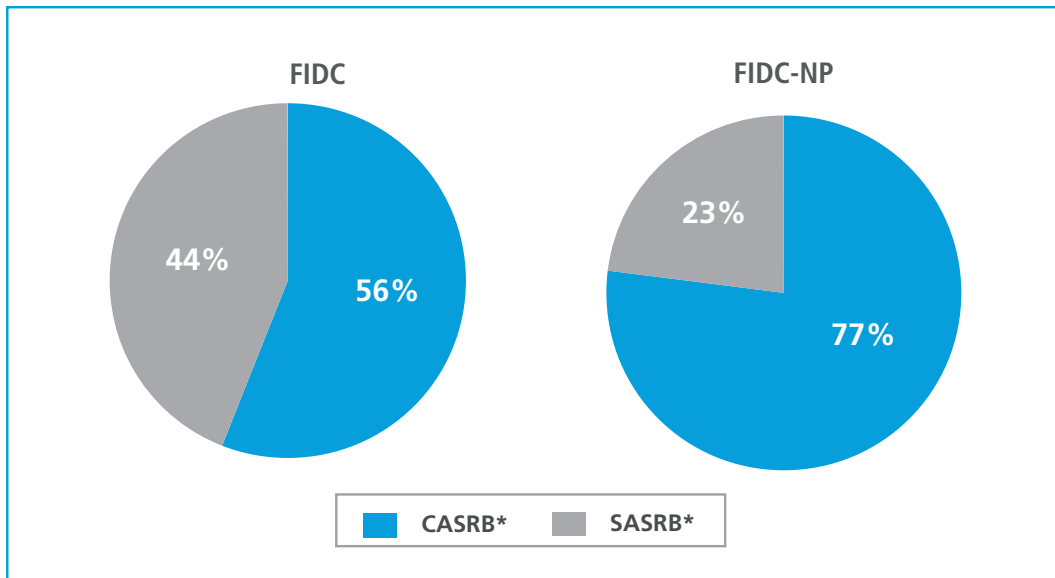
Ao longo desses 13 anos de securitização via fundos de investimento em direitos creditórios, foram registrados problemas em um número pequeno de fundos e, em sua grande maioria, de natureza operacional e que não geraram perdas ou geraram perdas parciais aos investimentos dos cotistas seniores. Segundo trabalho para discussão sobre a retenção de risco na securitização, divulgado ao final de 2014 pela CVM, foram apenas seis casos registrados envolvendo FIDCs objeto de distribuição relacionados ao Banco BVA, Union National, Banco Cruzeiro do Sul, Banco Panamericano, Tradebank e Oboé DTVM, sendo todos anteriores à Instrução CVM 531/13. Tal quantidade de problemas, pode ser considerada baixa em relação ao universo de 782 fundos registrados desde o início da indústria. De forma geral, esses fundos apresentavam problemas de conflito de interesses em função da concentração de atividades por essas instituições, tais como administração, gestão, cessão/originação, fiel depositário e agente de cobrança. Nesses casos, as estruturas acabaram comprometendo a diligência nos trabalhos, entre outros, de verificação de lastros e validação dos critérios de elegibilidade dos créditos, cobrança e guarda de documentos.

Buscando corrigir os problemas verificados nesses processos de estruturação, a CVM editou a Instrução nº 531/13 para, dentre outros objetivos, mitigar os potenciais conflitos de interesse nos FIDCs. Dos itens tratados na norma, destacam-se o reforço da segregação de funções, o aumento de responsabilidades de alguns dos agentes envolvidos, em especial, dos custodiantes, e a criação de conta apartada em nome do FIDC (*escrow account*), o que, sem dúvida, ajudou a fortalecer a estrutura das operações de securitização no país.

3.11. Classificação de riscos e benefícios

Ainda como evolução da Indústria de FIDC, a exigência pela Instrução CVM nº 489/11 de classificação dos direitos creditórios com ou sem aquisição substancial de riscos e benefícios por parte dos fundos deixou mais transparentes as condições das cessões de crédito dos fundos. Segundo os dados divulgados pela autarquia, do total dos créditos adquiridos pelo segmento em dezembro de 2014, 67% carregavam os riscos e benefícios da cessão.

Classificação de crédito com e sem aquisição substancial de riscos - Dez/14



(*) CASRB - Com aquisição substancial de riscos e benefícios; SASRB - Sem aquisição substancial de riscos e benefícios.

Fonte: CVM.

A classificação adequada desses riscos e benefícios é um fator determinante para o melhor provisionamento de perdas esperadas sobre os créditos integrantes nas carteiras dos FIDCs. Nesse sentido, além do conteúdo dos normativos, registre-se no período a divulgação das Diretrizes de Metodologia de Provisionamento para os FIDCs, pela ANBIMA, estabelecendo maior detalhamento a respeito da matéria, definindo procedimentos mínimos, adicionais às normas em vigor e, também, recomendações sobre aspectos específicos.

De fato, dependendo do perfil da carteira analisada e do modelo de provisionamento a ser adotado, poderá haver recomposição da cota subordinada (caso exista) para cobrir eventual perda esperada, inclusive dos direitos creditórios a vencer, caso o nível de proteção (colateral) fique abaixo do mínimo regulamentar.

Nesse sentido, no trabalho para discussão divulgado pela CVM, observou-se que, por conta da subordinação e da coobrigação típicas da indústria de FIDC no Brasil, os originadores/cedentes, apesar de não haver determinação legal, mantêm percentuais de retenção de risco em relação aos créditos cedidos bem acima do mínimo de 5% recomendado pela Isoco e adotado no mercado de securitização na Europa e nos EUA.

3.12. C3 – Câmara de Cessão de Crédito

Uma iniciativa importante, que também ajudou a ampliar a segurança dos investidores de FIDCs Financeiros ao negociarem suas cotas no mercado, foi a criação, em julho de 2011, da C3 (Câmara de Cessões de Crédito). Todas as cessões de créditos entre bancos, por determinação do Conselho Monetário Nacional, devem ter os contratos registrados na C3. Ao centralizar os dados de operações de cessão no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, a C3 objetiva evitar a duplicidade de um mesmo contrato de cessão e permite às instituições participantes a verificação dos processos de cessão e bloqueio desses contratos. Desde o início das atividades, a C3 vem incorporando novas funcionalidades ao sistema, que atualmente possibilita a realização da cessão, bloqueio, liquidação e validação dos dados das garantias associadas aos contratos registrados. Para tanto, a C3 firmou convênios com algumas entidades. Com a Cetip, para utilizar o Sistema Nacional de Gravames (SNG), que indicará quando o tomador de um financiamento de veículo liquidar antecipadamente o contrato, e com o INSS, para a conciliação de informações acerca dos contratos de créditos consignados, mais especificamente, os atrelados aos beneficiários da Previdência Social, que têm grande peso nos registros de direitos creditórios na Câmara. Já foram registrados mais de 16 milhões de contratos de cessão de crédito, metade disso em 2014, por 76 instituições financeiras, 69 FIDCs e pelo FGC (Fundo Garantidor de Crédito), cedentes e cessionários desses contratos. A expectativa é de que esse volume deva crescer ainda mais a partir do segundo semestre de 2015, com a extensão da obrigatoriedade de registro na Câmara às cessões de contratos de crédito pessoal e de CDC (Crédito Direto ao Consumidor).

3.13. Nota fiscal eletrônica – NF-e

Outra iniciativa que trouxe mais segurança ao processo de verificação da existência dos créditos gerados em operações comerciais, lastreadas em notas fiscais, e cedidos aos fundos foi a criação das Notas Fiscais Eletrônicas pela Receita Federal, em conjunto com as Secretarias Estaduais e dos municípios das capitais. O projeto visa implantar um modelo nacional de documento fiscal eletrônico em substituição ao papel, com validade jurídica garantida pela assinatura digital do remetente, simplificando o processo para os contribuintes e o acompanhamento em tempo real das operações pelo Fisco (inicialmente, envolvendo apenas os grandes contribuintes). O arquivo eletrônico é transmitido pela internet para o Fisco da jurisdição da operação e para a Receita Federal, que faz a pré-validação e devolve um protocolo para o trânsito da mercadoria.

Indiretamente, a disseminação do uso da NF-e contribuiu para a segurança do mercado de cessão

de créditos comerciais, uma vez que facilitou a checagem da existência da operação que poderá ser feita na internet via chave de acesso do documento eletrônico.

De acordo com o *site* do Ministério da Fazenda, o volume de NF-e emitido no país (não considera as NF-e de circulação interestaduais), no início de 2015, por 1,2 milhão de emissores, alcançou R\$ 11 bilhões. A evolução desse processo deverá ampliar os benefícios gerados para os envolvidos na estruturação dos FIDCs.

3.14. Concentração dos *players* e elevados custos dos serviços

Uma realidade dos fundos estruturados, incluindo os de direitos creditórios, é a concentração da prestação de serviços em poucas instituições financeiras, principalmente no que se refere às atividades de administração de carteira e de custódia, que possuem elevada complexidade. Mesmo após a exigência de segregação de algumas funções, pela Instrução CVM nº 531/13, o quadro não mudou, uma vez que a eficiência dos trabalhos, em particular dos custodiantes, requer um porte mínimo de instituição, o que em alguma medida se constitui em barreira à entrada de novos prestadores de serviços. A própria adaptação às novas determinações da norma vem exigindo elevados investimentos. Vale destacar que não foi vedado o exercício das atividades de administração, custódia e gestão pela mesma instituição, mas exigida a total segregação de tais atividades nos termos da regulamentação aplicável aos administradores de carteira de valores mobiliários.

Em dezembro de 2014, eram apenas 22 instituições administradoras e 16 custodiantes que figuravam nos *Rankings* de Fundos e de Serviços Qualificados da ANBIMA. A concentração se dá em ambas as funções, com os dois primeiros administradores respondendo por quase 50% do patrimônio dos FIDCs e os cinco primeiros acumulando 71% do total do segmento. Para o mercado de custódia o quadro é um pouco mais concentrado, com 52,3% do patrimônio líquido em duas instituições e mais de 75% em apenas cinco custodiantes. Para estes últimos, a Instrução CVM nº 531 ampliou as responsabilidades, inclusive com a tarefa de verificação periódica dos lastros dos fundos, ainda que por amostragem, e a guarda dessa documentação, o que exigiu desses agentes investimentos maiores em suas estruturas físicas e tecnológicas. Vale ressaltar que os administradores de carteira e os custodiantes podem contratar terceiros para exercer algumas de suas funções, mas a responsabilidade pela adequação dos serviços prestados às normas e regulamentos do fundo permanece com essas instituições.

Ranking de administrador por patrimônio líquido - Dez/14

Administrador	R\$ Milhões	Market Share
ITAU UNIBANCO SA	19.608,13	30,0%
BEM	12.203,10	18,6%
OLIVEIRA TRUST DTVM	5.675,15	8,7%
CAIXA	4.778,47	7,3%
CITIBANK	4.380,26	6,7%
BANCO PETRA	3.442,62	5,3%
SOCOPA SOCIEDADE CORRETORA PAULISTA	2.677,69	4,1%
VOTORANTIM ASSET	2.424,49	3,7%
BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM SA	1.800,96	2,8%
BANCO SANTANDER (BRASIL) SA	1.722,14	2,6%
GRADUAL CCTVM S/A	1.645,37	2,5%
INTRAG	1.417,83	2,2%
BTG PACTUAL	959,52	1,5%
CONCÓRDIA	711,37	1,1%
PLANNER	489,94	0,7%
BB DTVM S.A	489,87	0,7%
CRUZEIRO DO SUL	329,00	0,5%
BRL DTVM	273,44	0,4%
MODAL	249,16	0,4%
DAYCOVAL	82,44	0,1%
BANCO J SAFRA SA	74,34	0,1%
GRADUAL CCTVM SA	10,88	0,0%
TOTAL	65.446,18	100,0%

Fonte: ANBIMA.

Ranking de custodiante por patrimônio líquido - Dez/14

Instituições Custodiantes	R\$ Milhões	Market Share
BB	18.912,73	28,9%
BRABESCO	15.345,89	23,4%
CITIBANK	5.751,93	8,8%
BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	5.006,98	7,7%
BANCO PAULISTA	4.904,71	7,5%
ITAU-UNIBANCO S.A.	4.539,69	6,9%
PETRA PERSONAL TRADER CTVM	3.326,73	5,1%
DEUTSCHE	3.178,49	4,9%
OLIVEIRA TRUST DTVM	3.018,16	4,6%
BTG PACTUAL	675,80	1,0%
PLANNER CORRETORA	294,48	0,4%
BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM SA	152,17	0,2%
BRL DTVM	138,18	0,2%
VOTORANTIM	87,15	0,1%
SAFRA	71,24	0,1%
MODAL	41,85	0,1%
TOTAL	65.446,18	100,0%

Fonte: ANBIMA.

Uma dessas funções comumente terceirizada é a da gestão dos investimentos. A expertise dos gestores na análise de investimentos e alocação dos recursos tem o importante papel de reduzir a probabilidade de perdas nos fundos. A indústria de FIDCs trabalha com um número de 89 gestores, mais instituições do que o observado em relação aos demais agentes envolvidos nesse mercado, com concentração menor nos cinco maiores gestores, mas ainda significativa, de quase 60% do patrimônio dos fundos.

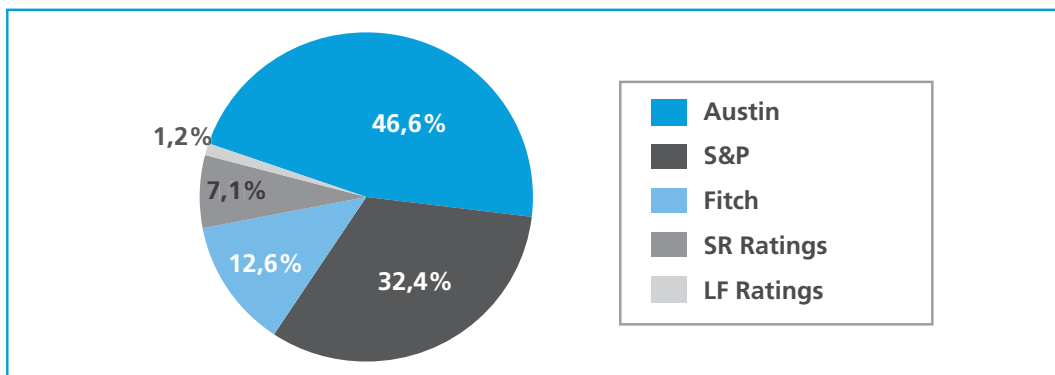
Ranking de gestores por patrimônio líquido - Dez/14

Gestor	R\$ Milhões	Market Share
ITAU UNIBANCO SA	19.608,13	30,0%
BRADESCO	7.808,49	11,9%
OLIVEIRA TRUST DTVM	4.502,47	6,9%
INTEGRAL INVESTIMENTOS	3.833,45	5,9%
VOTORANTIM ASSET	2.757,43	4,2%
PHRONESIS INVESTIMENTOS LTDA	1.986,92	3,0%
PETRA ASSET GESTAO DE INVESTIMENTOS LTDA	1.741,89	2,7%
BTG PACTUAL	1.693,38	2,6%
CREDIT SUISSE	1.495,09	2,3%
J & M INVESTIMENTOS LTDA	1.473,17	2,3%
INTRAG	1.416,03	2,2%
CAIXA	1.145,22	1,7%
CITIBANK	1.115,75	1,7%
MERRILL LYNCH	925,53	1,4%
CREDIT AGRICOLE BRASIL SA DTVM	914,89	1,4%
BANCO SANTANDER (BRASIL) SA	784,89	1,2%
REDASSET GESTAO DE RECURSOS LTDA	736,68	1,1%
GRADUAL CCTVM S/A	712,20	1,1%
VINCI PARTNERS	683,88	1,0%
MACROINVEST GESTAO DE RECURSOS LTDA	639,13	1,0%
CONCORDIA GESTAO	610,15	0,9%
RB CAPITAL ASSET MANAGEMENT	582,22	0,9%
GAVEA JUS I LTDA	516,15	0,8%
POLO CAPITAL GEST DE RECURSOS	506,16	0,8%
PLANNER	464,40	0,7%
EMPIRICA INVEST GESTAO DE RECURSOS	411,27	0,6%
BCSUL VERAX SERVICOS FINANCEIROS LTDA	354,37	0,5%
BSPAR GESTAO DE ATIVOS E PARTICIPACOES	351,59	0,5%
LEME	330,63	0,5%
SILVERADO GESTAO E INVESTIMENTOS LTDA	314,03	0,5%
MERCANTIL DO BRASIL DTVM	310,74	0,5%
BRZ INVESTIMENTOS LTDA	287,20	0,4%
PATRIA INVESTIMENTOS	264,82	0,4%
QUATA GESTAO DE RECURSOS LTDA	255,76	0,4%
DRACHMA INVESTIMENTOS SA	249,17	0,4%
MODAL	249,16	0,4%
VALORA GESTAO DE INVESTIMENTOS LTDA	217,76	0,3%
DEMAIS GESTORES (52 instituições)	3.195,95	4,9%
TOTAL	65.446,18	100,0%

Fonte: ANBIMA.

Conforme exigido na norma, os fundos de direitos creditórios devem ter classificação de risco, com revisões periódicas, para poderem entrar em funcionamento. Para tanto, os administradores dos FIDCs contam com um limitado número de agências de *rating* no país. Partindo de uma amostra de 253 fundos, constata-se que há uma forte concentração das avaliações, em duas dessas agências, que classificam 79,1% da amostra.

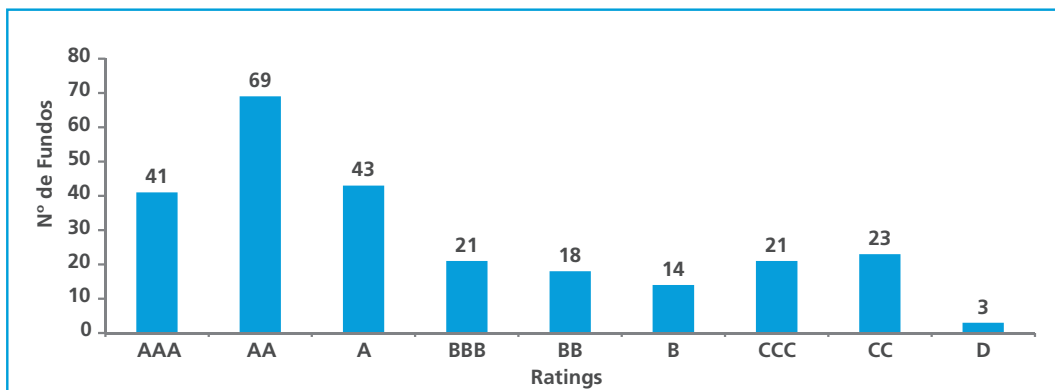
Distribuição do nº de fundos por agência de *rating**



(*) Amostra de 253 FIDCs. **Fontes:** Austin Ratings, Fitch Ratings, Moodv's, S&P, SR Ratings e LF Ratings.

A distribuição das notas atribuídas pelas cinco agências selecionadas para a amostra de fundos dá uma dimensão de como, em geral, a estrutura dos FIDCs é bem avaliada. Quase 70% dos fundos têm *rating* dentro da classificação de grau de investimento (com piso em triplo B), mostrando que a complexidade das estruturas dos FIDCs não deve ser confundida necessariamente com risco.

Distribuição dos FIDCs por *ratings**



(*) Amostra de 253 FIDCs. **Fontes:** Austin Ratings, Fitch Ratings, Moodv's, S&P, SR Ratings e LF Ratings.

Mas problemas enfrentados em algumas estruturas de FIDCs, que mantinham boas classificações de risco, revelam que as análises das agências podem ser afetadas por limitações diversas, dadas, dentre outras razões, pela insuficiência de informação ou dificuldade de acesso, por exemplo, aos contratos de cessão, e pela falta de critérios padronizados para a avaliação de itens sensíveis aos FIDCs, como inadimplência, ficando ao critério das agências a utilização de métricas próprias para a definição desses parâmetros, o que dificulta a comparação entre as diferentes avaliações.

É importante registrar, todavia, a grande evolução nas metodologias de análise quantitativa e qualitativa observada ao longo dos anos pelas principais agências avaliadoras de risco de FIDCs. Tal evolução não só contribuiu para o maior desenvolvimento do mercado, mas também resultou na elaboração de relatórios iniciais e de acompanhamento das estruturas mais robustos.

3.15. Investidores ainda exigem elevada remuneração dos FIDCs

O descasamento entre a remuneração (*benchmark*) necessária para atrair os investidores *vis-à-vis* à qualidade das estruturas do fundo, refletidas nas notas dadas pelas agências classificadoras de risco, foi ponto de consenso entre as instituições envolvidas na estruturação dos FIDCs. Segundo os entrevistados, os fundos pagariam mais do que outros instrumentos de captação, tais como as debêntures, mesmo com análise de risco superior.

De fato, as taxas apuradas a partir de uma amostra de ofertas de FIDCs desde 2009, com 186 fundos e pouco mais de R\$ 34 bilhões em cotas seniores, comparadas com as taxas de emissões de debêntures para o período, ambas baseadas em percentual do DI, mostram um diferencial importante entre o que é exigido pelos investidores para aplicarem em cada produto. Em média, os FIDCs pagaram em torno de 160 pontos-base sobre o DI a mais que as debêntures, muito embora o cálculo não considere as diferenças de *ratings* e de *durations*.

Alguns fatores como as limitações da precificação, a pouquíssima liquidez no mercado secundário e o desconhecimento ainda existente dos investidores em relação ao produto foram elencados por esses agentes como determinantes na definição de um *spread* maior para o FIDC. Também foram citadas a complexidade das estruturas dos fundos e as dificuldades ainda existentes no acompanhamento dos eventos, estatísticas e documentação em geral para algumas emissões, principalmente as ofertadas sob esforços restritos (Instrução CVM nº 476/09).

Perfil da amostra de ofertas por *benchmark* das cotas seniores

Ano	DI + Spread		% do DI		IPCA + Spread	
	% sobre N° de Fundos Ofertados	Volume (% sobre total da amostra)	% sobre N° de Fundos Ofertados	Volume (% sobre total da amostra)	% sobre N° de Fundos Ofertados	Volume (% sobre total da amostra)
2008	28,6%	26,1%	70,7%	65,2%	0,7%	8,7%
2009	47,3%	33,3%	43,5%	57,1%	9,2%	9,5%
2010	32,4%	51,6%	43,1%	32,3%	24,5%	16,1%
2011	28,4%	32,0%	48,0%	48,0%	23,5%	20,0%
2012	59,4%	31,3%	21,6%	50,0%	19,0%	18,8%
2013	83,0%	60,0%	5,5%	10,0%	11,5%	30,0%
2014	80,4%	73,3%	19,6%	26,7%	-	-

Fonte: ANBIMA.

Comparativo de taxas médias de juros referenciais e de captação

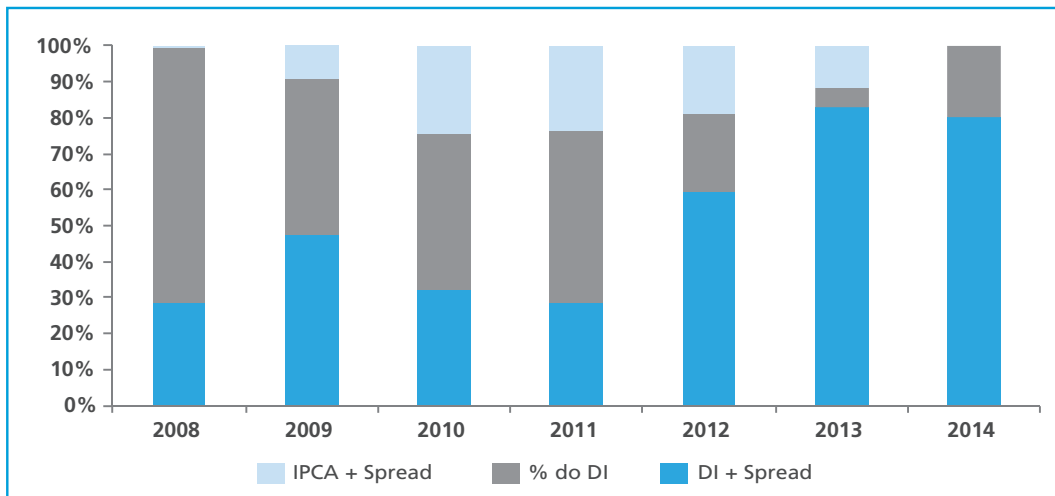
Ano	Referenciais de Taxas de Juros (% ao ano)					Taxa Final (% ao ano)	
	DI	Desconto de Duplicata	Capital de Giro	FIDC % do DI	Debêntures % do DI	FIDC (cota subordinada)	Debêntures
2009	8,55	36,00	27,90	123,38	114,42	14,10	9,78
2010	10,64	39,10	27,30	129,58	107,83	15,39	11,47
2011	10,87	34,10	21,20	121,42	111,08	17,74	12,07
2012	6,90	25,90	15,60	129,13	110,19	12,28	7,60
2013	9,77	27,30	19,70	130,00	109,89	12,99	10,74
2014	11,57	30,50	21,80	129,00	112,47	16,35	13,01

Fontes: ANBIMA e Banco Central.

Ainda assim, para as empresas originadoras, os FIDCs podem representar um custo menor do que as alternativas mais comuns de *funding*, como o desconto de duplicatas e o capital de giro, modalidades cujas taxas prefixadas cobradas superam em muito os *benchmarks* médios desses fundos que, em última instância, impactam o custo da empresa - efetivamente definido pela taxa de desconto na cessão dos direitos creditórios para os FIDCs. Além disso, deve-se ponderar o eventual benefício em termos de custo de captação por meio de FIDCs em relação à emissão de dívida, nos casos em que avaliação de risco do FIDC seja superior à da empresa cedente/emissora.

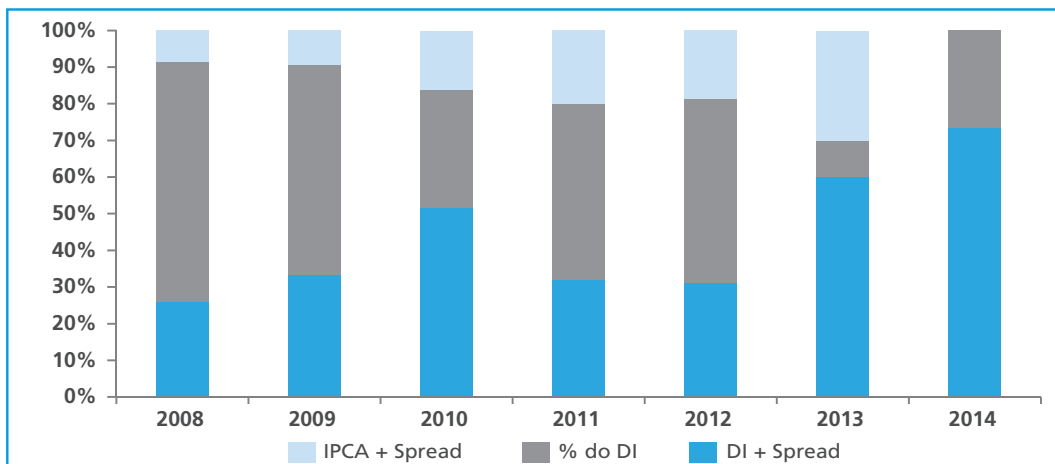
A amostra de FIDCs evidencia também que os principais *benchmarks* para essas cotas foram referenciados na taxa DI, mas com interesse crescente do uso de indexação pelo IPCA. Como ocorreu em outros mercados, como o de debêntures, as emissões deixaram de ser majoritariamente referenciadas em um percentual da taxa DI (totalmente pós-fixada) para incluírem um *spread* (parcela prefixada) em adição ao DI.

Distribuição do nº de FIDCs ofertados por remuneração



Fonte: ANBIMA.

Distribuição do volume de FIDCs ofertados por remuneração



Fonte: ANBIMA.

3.16. Taxas de administração

As taxas de administração possuem formas diversas de expressão – taxa ou valor fixo, ou ainda a combinação de ambos –, conforme disposto nos regulamentos. Tomando por base os dados históricos da Economática, para mais de 500 FIDCs, e informações obtidas nas entrevistas realizadas, verifica-se que, para a maior parte da amostra, a cobrança é em formato de taxas anuais sobre o patrimônio líquido do fundo e 72% da amostra têm taxas de até 0,5% a.a. Quando em valor, a base de dados é bastante limitada e dispersa, não permitindo uma referência que nos permita inferir qual é a realidade desse mercado. Contudo, observa-se que os montantes cobrados podem variar em função do próprio tamanho da instituição prestadora de serviço (se banco grande, médio ou pequeno), bem como em função do tamanho do fundo e do fato de a gestão ser mais ou menos ativa, entre outros fatores.

3.17. Cancelamentos de FIDC

Por fim, desde o início da indústria do FIDC, foram cancelados junto à CVM os registros de 310 fundos, representando apenas 2,3% do patrimônio atual do segmento. Ainda que não se possa identificar a razão dos encerramentos, se por decurso normal do prazo de vencimento ou por resgate/liquidação antecipada, observa-se uma concentração mais acentuada dos cancelamentos em 2013 e 2014, período de adaptação dos FIDCs às exigências da Instrução CVM nº 531/13. Esses dois anos responderam por 32% e 87% em termos de número e de patrimônio líquido, respectivamente, do total de FIDCs que deixaram de ter registro na Autarquia.

De fato, após a introdução da norma, muitas estruturas teriam ficado sem viabilidade técnica em função de as novas regras configurarem como conflito de interesses algumas atividades operacionais antes comuns nos FIDCs, tais como a do cedente manter a guarda dos ativos cedidos ao fundo. A expectativa é de que as adaptações às novas medidas regulamentares evoluam e o número de cancelamentos volte à média observada no período anterior à Instrução CVM nº 531/11.

Cancelamento de FIDCs

Anos	FIDC		FIDC-NP		FIC FIDC		Total FIDCs	
	PL (R\$ Milhões)	Nº de Fundos	PL (R\$ Milhões)	Nº de Fundos	PL (R\$ Milhões)	Nº de Fundos	PL (R\$ Milhões)	Nº de Fundos
2005	0,08	4	-	-	-	-	0,08	4
2006	0,03	10	-	-	0,02	2	0,06	12
2007	0,64	15	-	-	-	-	0,64	15
2008	1,26	38	0,17	3	0,00	2	1,44	43
2009	0,80	32	0,02	3	0,11	1	0,92	36
2010	0,71	36	0,00	4	-	-	0,71	40
2011	10,24	29	3,49	2	-	-	13,73	31
2012	180,24	22	6,45	5	14,18	3	200,87	30
2013	546,74	37	135,37	6	-	1	682,12	44
2014	712,46	43	103,80	9	14,14	2	830,41	54
TOTAL	1.453,22	266	249,30	32	28,46	12	1.730,97	310

Fonte: CVM.

► 4. REGRAS GERAIS

O FIDC foi criado pela Resolução nº 2.907/01, do CMN, e regulamentado pela Instrução CVM nº 356/01 e demais normas complementares. Entre as principais alterações efetuadas desde 2006, quando publicamos a primeira edição deste livro, merecem destaque aquelas promovidas pela Instrução CVM nº 531/13. Resultado da análise de algumas fragilidades dos FIDCs identificadas em anos anteriores, a norma trouxe o aperfeiçoamento dos controles por parte do administrador e dos principais prestadores de serviços, com a definição mais clara de responsabilidades. Essas alterações buscaram mitigar o conflito de interesses associado à concentração indevida de funções por um mesmo participante, procurando garantir a boa governança desses veículos. Também merecem destaque os aperfeiçoamentos trazidos pela Instrução CVM nº 489/11 com as novas regras para divulgação de informações financeiras e demonstrações contábeis. Embora mais antiga, a criação, pela Instrução CVM nº 444, de 2006, dos FIDC-NP (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados) ampliou a transparência sobre as várias opções de originação e cessão de créditos, entre os quais os decorrentes de receitas do setor público e os pendentes de pagamento ou que resultem de ações judiciais. Por fim, vale destacar que as ofertas públicas de FIDC foram contempladas na Instrução CVM nº 476/09, que regulamenta as emissões públicas com esforços restritos, o que, dentre outros aspectos, simplificou a constituição de novos fundos de direito creditório.

Esta breve análise da evolução da regulamentação dos FIDCs nos últimos dez anos nos permite observar o quanto esse produto se fortaleceu como instrumento de desintermediação financeira.

Assim, com o objetivo de dar maior visibilidade às regras em vigor, apresentamos a seguir, de forma consolidada e em quadros temáticos, as normas aplicáveis aos FIDCs, os requisitos e limites para sua aquisição por diferentes investidores, as principais regras contábeis e tributárias, bem como aquelas definidas pela autorregulação da ANBIMA.

4.1. Principais disposições regulamentares dos FIDCs e dos FIC-FIDCs

Principais características do FIDC e do FIC-FIDC		
Constituição e Funcionamento (Instrução CVM 356, arts. 7º e 8º)	<ul style="list-style-type: none"> • Deliberada pelo administrador, que também deve aprovar o teor do regulamento¹⁰; • O funcionamento depende de prévio registro na CVM. 	
Registro na CVM ¹¹ (Instrução CVM 356, art. 8º)	<ul style="list-style-type: none"> • Concedido automaticamente, no prazo de cinco dias úteis após a data do protocolo da documentação exigida. 	
Documentação exigida para registro (Instrução CVM 356, art. 8º)	<ul style="list-style-type: none"> • Ato de constituição e regulamento, em três vias, com registro em cartório; no caso de fundo aberto, três exemplares do prospecto; material de divulgação; • Nome do auditor independente, custodiante e agência classificadora de risco; • Designação de diretor ou sócio-gerente do administrador, que responderá pela gestão, supervisão, acompanhamento, e prestação de informações do fundo; • Declaração do diretor ou sócio-gerente de ciência de suas obrigações e responsabilidades; • Declaração do administrador de que seguirá as normas e da conformidade do regulamento com a legislação; • Formulário cadastral preenchido pelo administrador/gestor da carteira; • Inscrição do fundo no CNPJ (Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas). 	
Documentação adicional para registro de fundos fechados (Instrução CVM 356, art. 20, §1º)	<ul style="list-style-type: none"> • Declaração do administrador de que contratou instituição habilitada à distribuição de cotas, quando for o caso; • Informação do número máximo e mínimo de cotas a serem distribuídas, valor da emissão e custo de distribuição, entre outras; • Qualquer informação adicional disponibilizada aos potenciais investidores. 	
Tipos (Instrução CVM 356, art. 20, §1º)	Aberto	<ul style="list-style-type: none"> • Admite resgate de cotas em conformidade com o regulamento.
	Fechado	<ul style="list-style-type: none"> • Admite resgate somente ao final do prazo do fundo, de cada série/classe de cotas, conforme estipulado no regulamento, ou na sua liquidação. Prevê amortização de cotas se definido em regulamento ou em assembleia geral.
Carteira/Operações do FIDC (Instrução CVM 356, art.40)	<ul style="list-style-type: none"> • Deve ter, no mínimo, 50% do patrimônio líquido em direitos creditórios após 90 dias do início das atividades (prazo prorrogável); • O remanescente pode ser aplicado em: <ul style="list-style-type: none"> - Títulos públicos federais, créditos securitizados pelo TN, títulos de estados e municípios, e demais títulos, valores mobiliários e ativos de renda fixa, exceto cotas do FDS; - Operações Compromissadas; - Derivativos, em bolsas de mercadorias e de futuros ou em balcão, desde que a título de <i>hedge</i> e no limite de suas posições à vista¹². 	

continua

10. O registro automático para os FIDCs e FIC-FIDCs não se aplica aos fundos cujas aplicações em *warrants* e em contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura e em títulos ou certificados representativos desses contratos, não contem com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora. Também não se aplica aos fundos que realizem aplicações em direitos creditórios cedidos ou originados por empresas controladas pelo poder público e nos casos em que o custodiante se eximir da verificação do lastro por amostragem dos direitos creditórios.

11. Exceção para os FIDCs emitidos pela Instrução CVM nº 476/09, que dispensa a exigência de registro da distribuição para as emissões sob esforços restritos.

12. As operações podem ser realizadas tanto em mercados administrados por bolsas de mercadorias e de futuros, quanto no de balcão.

continuação.

Principais características do FIDC e do FIC-FIDC	
Cessão de créditos entre Instituições Financeiras e os FIDCs (Resolução nº 2.907, do CMN, art. 2º)	<ul style="list-style-type: none"> • Observar Resolução nº 2.686/00, do CMN, que estabelece as condições para a cessão de créditos às SPE (Sociedades de Propósito Específico); • Admite: coobrigação do cedente nas cessões de crédito realizadas com o FIDC e recompra dos créditos cedidos; • Vedada aquisição de cotas pelo cedente, seu controlador, sociedades por ele controladas, coligadas ou outras sociedades sob controle comum, exceto no caso de cotas subordinadas; • O cedente que coobrigar-se ou reter risco referente aos créditos negociados, continua obrigado a prestar informações sobre esses créditos à Central de Risco; • O administrador deve prestar à Central de Risco informações sobre créditos adquiridos sem coobrigação ou outra forma de retenção de risco pelo cedente.
Diversificação de Risco dos ativos da Carteira (Instrução CVM 356, art. 40-A)	<ul style="list-style-type: none"> • O fundo pode adquirir direitos creditórios e outros ativos de um mesmo devedor, ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, no limite de 20% de seu patrimônio líquido, desde que não cedidos ou originados pelo administrador, gestor, custodiante, consultor especializado ou partes a eles relacionadas aos fundos nos quais atuem; • Esse limite pode ser elevado quando: <ul style="list-style-type: none"> - o devedor ou coobrigado for companhia aberta ou instituição financeira ou equiparada; - empresa com demonstrações financeiras do exercício anterior à data de constituição do fundo, elaboradas em conformidade com a Lei nº 6.404 e auditadas por auditor independente registrado na CVM; - se tratar de aplicações em TPF, operações compromissadas lastreadas em TPF e cotas de fundos com alocação exclusiva nestes ativos; • O arquivamento das demonstrações financeiras na CVM será dispensado se as cotas forem objeto de oferta pública a um mesmo grupo econômico, seus administradores e acionistas, vedada a negociação das cotas no secundário, e no caso de cotas de valor unitário igual ou superior a R\$ 1 milhão, subscritas por não mais de 20 investidores, ou, a partir de 1/7/2015, de cotas subscritas por não mais de 50 investidores profissionais, negociadas no mercado secundário apenas por investidores profissionais; • Os percentuais devem ser cumpridos diariamente com base no patrimônio líquido do fundo do dia útil anterior.
Registro/Custódia dos Ativos (Instrução CVM 356, art. 40, §§4º e 5º)	<ul style="list-style-type: none"> • Os ativos devem ser custodiados, registrados e/ou mantidos em conta de depósito em nome do fundo, em contas abertas no Selic, em sistemas de registro e de liquidação autorizados pelo BC ou em instituições/entidades autorizadas pelo BC ou CVM. Excetuam-se as aplicações em FI (Fundos de Investimentos) e FIC-FI (Fundos de Investimentos em Cotas de Fundos de Investimentos).
Encargos (Instrução CVM 356, art. 56)	<ul style="list-style-type: none"> • Taxas de custódia; de administração; desempenho ou de performance; • Tributos e taxas federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam sobre bens, direitos e obrigações do fundo; • Despesas com impressão, expedição e publicação de relatórios, formulários e informações periódicas; correspondência de interesse do fundo; contratação de agência classificadora de risco ou outro profissional que zele pelo interesse dos condôminos; • Honorários e despesas do auditor, de advogados, custas e despesas correlatas; • Emolumentos e comissões pagas sobre as operações do fundo; • Despesas com a contratação de agente de cobrança, e inerentes à constituição ou à liquidação do fundo ou à realização de assembleia geral; • Contribuição anual às bolsas de valores ou à entidade de balcão organizado em que o fundo negocie cotas, no caso de fundo fechado.

continua

continuação.

Principais características do FIDC e do FIC-FIDC	
Liquidação do fundo pela CVM (Instrução CVM 356, art. 9º)	<ul style="list-style-type: none"> Fundo Aberto: quando não tiver alcançado patrimônio líquido médio de R\$ 500 mil no prazo de 90 dias¹³, a contar do protocolo dos documentos na CVM; Fundo Fechado: quando não for subscrita a totalidade das cotas no prazo de 180 dias¹³, a contar da data da publicação do anúncio de início de distribuição, salvo quando cancelado o saldo não colocado antes do referido prazo e desde que previsto no regulamento; Ambos: se o fundo mantiver patrimônio líquido médio inferior a R\$ 500 mil, por três meses consecutivos, quando alternativamente poderá ser incorporado a outro FIDC.
FIC-FIDC (Instrução CVM 356, art. 41)	<ul style="list-style-type: none"> A constituição e o funcionamento do FIC-FIDC subordinam-se às mesmas normas do FIDC, considerando que: <ul style="list-style-type: none"> - devem destinar, no mínimo, 95% do patrimônio líquido à aquisição de cotas de FIDC; - os 5% remanescentes podem ser aplicados em títulos públicos federais, créditos securitizados; - títulos de renda fixa de emissão/aceite de instituição financeira e compromissadas; As aplicações em cotas de um mesmo fundo não podem exceder a 25% de seu patrimônio líquido, admitida extrapolação, se prevista no regulamento; As informações mensais prestadas pelo administrador à CVM, até o terceiro dia útil de cada mês, restringem-se aos valores do patrimônio líquido e da cota, com base no último dia útil do mês, e das captações e resgates acumulados no mês.
FIDC-PIPS (Instrução CVM 399)	<ul style="list-style-type: none"> FIDC, no âmbito do PIPS (Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social), regulamentado pela Instrução nº 399, da CVM, de 21/11/2003.

13. A CVM, mediante solicitação, poderá prorrogar os respectivos prazos, por outro período, no máximo, igual ao inicial.

Cotas do FIDC	
Tipos (Instrução CVM 356, arts.2º, XI e XII, 12 e 24, VI, a)	<ul style="list-style-type: none"> • Sênior: aquela que não se subordina às demais para efeito de amortização e resgate. Nos fundos fechados as cotas seniores podem ser subdivididas em séries, diferenciadas para efeito de amortização, resgate e remuneração. Cada série terá iguais características, direitos e obrigações. Na liquidação do FIDC, elas ainda permitem aos titulares partilhar o patrimônio na proporção dos valores previstos para amortização/resgate da respectiva série, vedadas preferência, prioridade e subordinação; • Subordinada: se subordina às demais para efeito de amortização e resgate. Suportam as perdas e recebem excessos de rendimento; • As cotas seniores terão uma única classe, admitindo-se classes de cotas subordinadas a elas (ex.: mezanino e júnior), para efeito de amortização e resgate.
Características (Instrução CVM 356, art. 11, 12 e 14)	<ul style="list-style-type: none"> • As cotas devem ser escriturais, mantidas em conta de depósito em nome de seus titulares, e registradas pelo valor respectivo para amortização ou resgate; • É vedada a afetação/vinculação de parte do patrimônio a classe ou série de cotas.
Classificação de Risco (Res. 2.907, art.1º, §2º, II; Instrução CVM 356, arts . 23-A, 34, VIII)	<ul style="list-style-type: none"> • O fundo, os direitos creditórios e os títulos representativos desses direitos devem ser avaliados por agência classificadora de risco no país, com atualização, no mínimo, trimestral; • A avaliação das cotas deverá ser informada ao investidor, por ocasião de seu ingresso no fundo, e constar do material de divulgação; • O regulamento deverá prever procedimentos para o caso de rebaixamento da classificação de risco de classe ou série de cotas; • As classes ou séries de cotas destinadas à colocação pública também devem ser avaliadas; • Será dispensada a classificação das classes ou séries de cotas por agência classificadora de risco em funcionamento no país nas ofertas públicas de distribuição de cotas em que: <ul style="list-style-type: none"> - as cotas, ou séries de cotas, emitidas pelo fundo sejam destinadas a um único cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável; - o cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável, subscreva termo de adesão declarando ter pleno conhecimento dos riscos envolvidos na operação, inclusive da possibilidade de perda total do capital investido, e da ausência de classificação de risco das cotas subscritas; e - seja estabelecido no regulamento do fundo que, na hipótese de sua posterior modificação, visando permitir a transferência ou negociação das cotas no mercado secundário, será obrigatório o prévio registro na CVM com a consequente apresentação do relatório de classificação de risco então dispensado.
Valor/Preço de Emissão/Subscrição (Instrução CVM 356, arts. 16 e 17)	<p>Fundo Aberto: utilizar o valor da cota do próprio dia ou do primeiro dia útil subsequente ao da efetiva disponibilidade dos recursos ao administrador. Para o cálculo do número de cotas a que tem direito o investidor, devem ser deduzidas do valor entregue à instituição administradora as taxas ou despesas convencionadas no regulamento do fundo;</p> <p>Fundo Fechado: nas cotas colocadas junto ao público, o preço de subscrição poderá contemplar ágio ou deságio sobre o valor previsto para amortização, desde que uniformemente aplicado aos subscritores e apurado por procedimento de descoberta de preço em mercado organizado.</p>
Negociação (Instrução CVM 356, art. 17)	<ul style="list-style-type: none"> • As cotas de fundos fechados somente podem ser negociadas em mercados regulamentados quando: <ul style="list-style-type: none"> - distribuídas publicamente por meio de oferta registrada na CVM; - distribuídas com esforços restritos; ou - cotas da mesma classe e série já estejam admitidas à negociação em mercados regulamentados. • As cotas emitidas pelos FIDCs fechados que não se enquadrem nessas hipóteses podem ser negociadas em mercados regulamentados, desde que previamente submetidas a registro de negociação, mediante apresentação de prospecto; • Os intermediários devem assegurar que a aquisição de cotas somente seja feita por investidores qualificados.

continuação.

Cotas do FIDC	
Distribuição (Instrução CVM 356, arts. 13, 20 e 21 e Instrução CVM nº 400/03)	<ul style="list-style-type: none"> Será efetuada somente por instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. <p>Fundo Fechado</p> <ul style="list-style-type: none"> Exige a publicação de anúncios de início e encerramento, que pode ser dispensada pela CVM em função das características da distribuição; Depende de registro específico na CVM, automaticamente concedido no prazo de cinco dias úteis após a data de protocolo dos seguintes documentos e informações, a cada distribuição: <ul style="list-style-type: none"> - declaração, do administrador, de que firmou contrato com instituição habilitada à distribuição de cotas, quando for o caso; - informação sobre o número máximo e mínimo de cotas a serem distribuídas, o valor da emissão, custos de distribuição e outras informações relevantes; - material de divulgação para distribuição; - três exemplares do prospecto; e - qualquer informação adicional disponibilizada aos potenciais investidores; O fundo poderá distribuir, concomitantemente, classes e séries distintas de cotas, em quantidades e condições estabelecidas no anúncio de distribuição e no prospecto; <p>Fundo Aberto</p> <ul style="list-style-type: none"> Independente de prévio registro na CVM; Observará as regras para os fundos fechados sempre que o regulamento do fundo estipule: <ul style="list-style-type: none"> - prazo de carência para resgate de cotas superior a 30 dias; ou - prazo para pagamento do valor de resgate das cotas superior a 30 dias; ou - soma dos prazos de carência ou para pagamento do valor de resgate superior a 30 dias.
Integralização, Amortização e Resgate (Instrução CVM 356, arts. 6, 15, 18, 18-A e 18-B)	<ul style="list-style-type: none"> Podem ser efetuados em cheque, ordem de pagamento, débito e crédito em conta corrente, documento de ordem de crédito, ou outro mecanismo de transferência de recursos autorizado pelo Banco Central; Admite-se resgate de cotas seniores em direitos creditórios, exclusivamente na liquidação antecipada do fundo; Admite-se integralização, amortização, e resgate de cotas subordinadas em direitos creditórios; A amortização e resgate devem ser efetuados nos prazos dispostos no regulamento em relação a cada classe e série de cotas; <p>Fundo Aberto: as cotas subordinadas poderão ser resgatadas antes das cotas seniores, após prazo mínimo de 60 dias do pedido de resgate, desde que em até três dias úteis do pedido, o administrador informe a solicitação aos cotistas seniores, dando a estes a possibilidade de requerer o seu resgate antes dos cotistas subordinados;</p> <p>Fundo Fechado: é facultada a amortização de cotas subordinadas, desde que observados a relação mínima entre o patrimônio líquido do FIDC e o valor das cotas seniores (fator), a periodicidade para apuração/divulgação aos cotistas deste fator e os procedimentos aplicáveis na inobservância do mesmo.</p>
Cálculo do Valor das Cotas (Instrução CVM 356, art. 14)	<ul style="list-style-type: none"> Deverá ocorrer pelo menos por ocasião das demonstrações financeiras mensais e anuais, utilizando-se metodologia de apuração do valor dos direitos creditórios e demais ativos de acordo com critérios consistentes e passíveis de verificação, adotando-se o valor de mercado, quando houver.

Administração da carteira	
Instituição Administradora (Instrução CVM 356, arts. 32 e 37)	<ul style="list-style-type: none"> Banco múltiplo, comercial, de investimento, caixa econômica federal, sociedade de crédito financiamento e investimento, sociedade corretora e sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários; Poderá praticar os atos necessários à administração do fundo e para exercer os direitos inerentes aos direitos creditórios que integrem a carteira; Poderá renunciar, mediante aviso aos condôminos, desde que convoque assembleia geral para decidir sobre sua substituição ou liquidação do fundo.
Obrigações da Instituição Administradora (Instrução CVM 356, art. 34)	<ul style="list-style-type: none"> Manter atualizados: documentação relativa às operações do fundo; registro dos condôminos; livro de atas de assembleias e de presença de condôminos; prospecto (quando fundo aberto); demonstrativos trimestrais; registro dos fatos contábeis do fundo; e relatórios do auditor independente; Receber quaisquer rendimentos ou valores do fundo; Fornecer regulamento ao condômino, informá-lo sobre o periódico utilizado para divulgação e a taxa de administração; Divulgar, em periódico, e manter na sede e em agências e instituições que coloquem cotas do fundo, o valor do patrimônio líquido, da cota, a rentabilidade mensal e anual, e os relatórios das agências de risco; Custear despesas de propaganda do fundo; Fornecer anualmente aos condôminos documento com dados sobre os rendimentos, número e valor de cotas de sua propriedade; Manter, separadamente, registros analíticos sobre as modalidades de negociação realizadas entre o administrador e o fundo; Providenciar trimestralmente, no mínimo, a atualização da classificação de risco do fundo/ativos da carteira. Informar regras e procedimentos para verificar o cumprimento, pela instituição responsável, da obrigação de validar os direitos creditórios em relação às condições de cessão estabelecidas no regulamento; e Fornecer informações relativas aos direitos creditórios adquiridos ao SCR (Sistema de Informações de Créditos) do BC.
Vedações à Instituição Administradora (Instrução CVM 356, art. 35)	<ul style="list-style-type: none"> Prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se nas operações praticadas pelo fundo, inclusive no caso de garantias prestadas em mercados derivativos; Usar ativos de sua emissão/coobrigação como garantia de operações do fundo; Efetuar aportes de recursos ao fundo, ressalvada a aquisição de cotas; Tais vedações abrangem recursos da PF e PJ controladora, controladas, coligadas ou sob controle comum, e ativos da carteira, de emissão/coobrigação dessas, exceto títulos públicos, federais e estaduais, e créditos securitizados.
Vedações à Instituição Administradora (em nome do fundo) (Instrução CVM 356, art. 36)	<ul style="list-style-type: none"> Prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se, exceto no caso de margens de garantia em mercados de derivativos; Realizar operações com ativos ou modalidades de investimento não previstos; Aplicar recursos diretamente no exterior; Adquirir cotas do próprio fundo; Pagar ou ressarcir-se de multas impostas por descumprimento de normas; Vender cotas a prestação; Vender cotas a instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil cedentes de direitos creditórios, exceto quando se tratar de cotas subordinadas; Prometer rendimento predeterminado aos condôminos; Fazer promessas de retiradas/rendimentos, com base em desempenho próprio ou de terceiros ou de ativos/modalidades disponíveis no mercado financeiro; Delegar poderes de gestão da carteira, exceto no caso de terceirização; Obter ou conceder empréstimos; admitida constituição de créditos e assunção de responsabilidade por débitos em operações em mercados derivativos; Efetuar locação, empréstimo, penhor ou caução dos direitos e demais ativos, exceto para margem de garantia em mercados derivativos.

Contratação de serviços de terceiros (Instrução CVM nº 356 arts. 11 e 39)	
<p>A instituição administradora pode, sem prejuízo de sua responsabilidade e do diretor ou sócio-gerente designado, mediante deliberação da assembleia geral de condôminos ou desde que previsto no regulamento do fundo, contratar serviços de: gestão, consultoria especializada, agente de cobrança e custódia.</p> <p>A instituição administradora poderá realizar a escrituração das cotas dos fundos por ela administrados, mesmo que não seja autorizada pela CVM para a prestação a terceiros de serviço de escrituração de valores mobiliários.</p> <p>Caso o administrador acumule as funções de gestão e de custódia do FIDC, deve manter total segregação de tais atividades nos termos da regulamentação aplicável aos administradores de carteira de valores mobiliários¹⁴.</p>	
Gestão (Instrução CVM 356, art. 55, §1º)	<ul style="list-style-type: none"> • Pode ser delegada a pessoas jurídicas residentes no país, do SFN ou não, autorizadas pela CVM.
Consultoria especializada (Instrução CVM 356, art. 39, I)	<ul style="list-style-type: none"> • Dar suporte e subsidiar o administrador e, se for o caso, o gestor, em suas atividades de análise e seleção de direitos creditórios para integrarem a carteira do fundo.
Agente de cobrança ¹⁵ (Instrução CVM 356, art. 39, IV)	<ul style="list-style-type: none"> • Cobrar e receber, em nome do fundo, direitos creditórios inadimplidos, depositando os valores recebidos diretamente em conta de titularidade do fundo ou em conta especial instituída pelas partes junto a instituições financeiras (<i>escrow account</i>).
Custódia (Instrução CVM 356, art. 38)	<ul style="list-style-type: none"> • Validar os direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento; • Receber e verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios; • Em periodicidade trimestral, verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios; • Realizar a liquidação física e financeira dos direitos creditórios; • Fazer a custódia e a guarda da documentação relativa aos direitos creditórios e demais ativos da carteira; • Diligenciar para que seja mantida, às suas expensas, atualizada e em perfeita ordem, a documentação dos direitos creditórios, com metodologia pré-estabelecida e de livre acesso à auditoria, agência de risco e órgãos reguladores; e • Cobrar e receber, em nome do fundo, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos diretamente em conta de titularidade do fundo ou em conta especial instituída pelas partes junto a instituições financeiras (<i>escrow account</i>); • Em fundos em que haja significativa quantidade de créditos cedidos e expressiva diversificação de devedores, o custodiante poderá realizar a verificação do lastro dos direitos creditórios integrantes da carteira do fundo por amostragem, desde que tal faculdade esteja prevista no regulamento do fundo¹⁶; • Se o reduzido valor médio dos direitos creditórios não justificar a realização de verificação por amostragem, o regulamento do fundo poderá eximir o custodiante de tal responsabilidade¹⁷; • A amostragem não poderá ser feita para os créditos inadimplidos e os substituídos no referido trimestre; • Os custodiantes poderão contratar prestadores de serviço para a verificação de lastro dos direitos creditórios e guarda da documentação, desde que não sejam: originador, cedente, consultor especializado, gestor ou partes relacionadas a estes; • O custodiante deverá ser credenciado junto à CVM.

14. É vedado ao administrador, gestor, custodiante e consultor especializado ou partes a eles relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios aos fundos nos quais atuem.

15. O consultor especializado e o cedente podem exercer a atividade de agente de cobrança e de validação das condições de cessão.

16. Os parâmetros de quantidade dos créditos cedidos e de diversificação de devedores que ensejarão a verificação do lastro por amostragem devem estar explicitados no regulamento e no prospecto do fundo.

17. Fica dispensado da obrigação de verificação do lastro, desde que tal dispensa esteja prevista no regulamento do fundo, o custodiante que receber e verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios de forma individualizada e integral, nos prazos definidos no regulamento, compatíveis com a sua natureza e característica e o mais próximo possível do seu ingresso no fundo. Os fundos em que o custodiante se utilizar dessa faculdade não são elegíveis ao registro automático na CVM.

Documentação e divulgação de informações

Regulamento (Instrução CVM 356, art. 24)

Deverá dispor, no mínimo, sobre:

- Forma de constituição (aberto ou fechado);
- Taxa de administração, de desempenho ou de performance, quando for o caso, e critério detalhado sobre a sua cobrança;
- Demais taxas e despesas;
- Política de investimento, discriminando os critérios de elegibilidade e, se for o caso, as condições de cessão dos direitos creditórios;
- Condições para emissão, negociação, amortização e resgate de cotas (classe ou série), e os critérios de integralização, amortização e resgate em direitos creditórios;
- No caso da existência de mais de uma classe ou série de cotas, suas características, direitos e obrigações;
- Prazo de carência e/ou intervalo de atualização do valor da cota para resgate, em fundo aberto; e de duração do fundo (determinado ou indeterminado);
- Critérios de divulgação de informações aos condôminos;
- A natureza, origem e cobrança dos direitos creditórios (inclusive inadimplentes), coleta e pagamento/rateio destas despesas entre os condôminos e demais instrumentos representativos de crédito;
- Referência à contratação de terceiros, com a identificação e qualificação da PJ contratada;
- Possibilidade de nomeação de representante de condôminos;
- Metodologia de avaliação dos ativos do fundo;
- Procedimentos no caso de rebaixamento de classificação;
- Relação mínima entre o patrimônio líquido do fundo e o valor das cotas seniores; periodicidade para apuração e divulgação dessa relação e os procedimentos no caso de inobservância desse fator;
- Os eventos de liquidação antecipada do fundo, assegurado o resgate das cotas seniores aos cotistas que solicitarem, no caso de decisão assemblear pela não liquidação;
- Autorização para que o custodiante faça a verificação do lastro por amostragem, se for o caso, com especificação dos parâmetros relativos à diversificação de devedores, quantidade e valor médio dos créditos, a serem observados para esse fim;
- Em relação à política de investimento, especificar:
 - as características gerais de atuação do fundo, entre as quais os requisitos de composição e de diversificação da carteira, os riscos de crédito e de mercado e os demais riscos envolvidos;
 - os segmentos em que o fundo atuará;
 - a possibilidade de realização de aplicações que coloquem em risco o patrimônio do fundo;
 - a possibilidade de realização de operações nas quais a instituição administradora atue na condição de contraparte do fundo, desde que com a finalidade exclusiva de realizar a gestão de caixa e liquidez do fundo;
 - que as aplicações no fundo não contam com garantia da instituição administradora ou do FGC (Fundo Garantidor de Créditos);
 - os limites para a realização de aplicações do fundo em ativos de emissão ou que envolvam coobrigação da instituição administradora e dos prestadores de serviços e partes relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto; e
 - a validação dos direitos creditórios quanto aos critérios de elegibilidade e às condições de cessão, se for o caso, com a indicação da instituição responsável¹⁸;
- A CVM pode determinar alterações no regulamento, caso haja desacordo com o disposto na regulamentação.

continua

18. Os atributos dos direitos creditórios que devem ser enquadrados como critérios de elegibilidade são aqueles validados a partir de informações que estejam sob o controle do custodiante e que estejam sob o controle dos prestadores de serviço contratados pelo custodiante; ou que possam ser obtidas por meio de esforços razoáveis, tais como quaisquer informações prestadas por serviços de proteção ao crédito (Instrução CVM 356, art. 24, §3º).

continuação.

Documentação e divulgação de informações	
Alterações do Regulamento (Instrução CVM 356, arts. 22, 25 e 26)	<ul style="list-style-type: none"> • Aprovadas em assembleia, as alterações passam a vigorar a partir do protocolo na CVM da lista de presença; cópia da ata e do regulamento alterado, registrado em cartório de títulos e documentos, e do novo prospecto; • Dispensam assembleia, se por força de normas ou por determinação da CVM, devendo ser divulgadas aos condôminos em até 30 dias; • Quando houver aquisição de direitos creditórios cedidos ou originados por empresas controladas pelo poder público, se não prevista no regulamento, exigirá alteração, que dependerá de prévia aprovação da CVM.
Prospecto (Instrução CVM 356, art. 23)	<ul style="list-style-type: none"> • Deverá ser elaborado em conformidade com o disposto na Instrução CVM nº 400/03, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário; • O investidor, por ocasião de seu ingresso, deve atestar, por escrito, mediante termo próprio, que recebeu o prospecto, e que tomou ciência dos riscos envolvidos e da política de investimento do fundo; • O administrador deverá manter à disposição da CVM o termo contendo a referida declaração assinada pelo investidor, ou seu registro em sistema eletrônico.
Divulgação de Informações (Instrução CVM 356, arts. 8º, § 3º, 46, 47, 48 50, 53 e 62)	<ul style="list-style-type: none"> • A instituição administradora é obrigada a divulgar, ampla e imediatamente, qualquer ato ou fato relevante que possa influir nas decisões dos condôminos quanto à sua permanência no fundo, tais como: alteração da classificação de risco; mudança de terceiros contratados; eventos subsequentes que possam afetar composição e limites da carteira e o histórico de pagamentos; e atrasos na distribuição de rendimentos aos cotistas; • O administrador é obrigado a divulgar, no mesmo periódico, atos e fatos relevantes, e a comunicar previamente ao cotista eventual mudança de periódico; • Quando citar rentabilidade, a divulgação deverá referir-se a um mês, no mínimo, conter data de início de funcionamento e média aritmética do patrimônio líquido apurado no último dia útil do mês e abranger, pelo menos, os últimos três anos ou o período desde a constituição, se menor; e ainda, informar a avaliação de risco e a forma de obtê-la, bem como a incidência de taxa de saída/performance; • A menção a rentabilidades anteriores deve ser acompanhada de advertência sobre a não garantia de resultados futuros e não cobertura pelo FGC; • O administrador deve, em até 10 dias do encerramento de cada mês, disponibilizar, em sua sede e dependências, informações sobre: número de cotas individuais e o respectivo valor; rentabilidade; comportamento dos direitos creditórios e demais ativos, e desempenho esperado e realizado; • O demonstrativo trimestral deve ser elaborado por diretor ou sócio-gerente e evidenciar, em relação ao trimestre a que se refere: <ul style="list-style-type: none"> - que as operações praticadas pelo fundo estão em consonância com a política de investimento prevista no regulamento e com os limites de composição e de diversificação aplicáveis; - que as negociações foram realizadas à taxa de mercado; - os procedimentos de verificação de lastro por amostragem adotados pelo custodiante, incluindo a metodologia para seleção da amostra verificada no período, se for o caso; - os resultados da verificação do lastro por amostragem ou não, realizada pelo custodiante, explicitando, dentre o universo analisado, a quantidade e a relevância dos créditos inexistentes porventura encontrados; - qualquer alteração ou aditamento na natureza dos direitos creditórios a serem adquiridos e dos instrumentos jurídicos, contratos ou outros documentos representativos do crédito; e na descrição dos mecanismos e procedimentos de cobrança dos direitos creditórios, inclusive inadimplentes, coleta e pagamento/rateio dessas despesas entre os membros do condomínio; - possíveis efeitos dessas alterações sobre a rentabilidade da carteira¹⁹;

continua

19. Não se aplica aos fundos cujos direitos creditórios sejam representativos de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e serviços para entrega ou prestação futura; ou que invistam em direitos creditórios vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo (Instrução CVM 356, art. 8º, §9º).

continuação.

Documentação e divulgação de informações	
<p>Divulgação de Informações (Instrução CVM 356, arts. 8º, § 3º, 46, 47, 48 50, 53 e 62)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - em relação aos originadores que representem individualmente 10% ou mais da carteira do fundo no trimestre, as eventuais alterações nos critérios para a concessão de crédito adotados por tais originadores, caso os critérios adotados já tenham sido descritos no regulamento ou em outros demonstrativos trimestrais; e os critérios para a concessão de crédito adotados pelos originadores, caso tais critérios não tenham sido descritos no regulamento ou em outros demonstrativos trimestrais²⁰; - eventuais alterações nas garantias existentes para o conjunto de ativos; - forma como se operou a cessão dos direitos creditórios ao fundo, incluindo a descrição de contratos relevantes firmados com esse propósito, se houver, e a indicação do caráter definitivo, ou não, da cessão; - impacto no valor do patrimônio líquido do fundo e na rentabilidade da carteira dos eventos de pré-pagamento²⁰; - análise do impacto dos eventos de pré-pagamento²⁰; - condições de alienação, a qualquer título, inclusive por venda ou permuta, de direitos creditórios, incluindo o momento da alienação (antes ou depois do vencimento) e a motivação da alienação; - impacto no valor do patrimônio líquido do fundo e na rentabilidade da carteira de uma possível descontinuidade nas operações de alienação de direitos creditórios realizadas pelo cedente; por instituições que, direta ou indiretamente, prestam serviços para o fundo, ou por pessoas a eles ligadas; - análise do impacto da descontinuidade das alienações; - quaisquer eventos previstos nos contratos firmados para estruturar a operação, que acarretaram a amortização antecipada dos direitos creditórios cedidos ao fundo; e - informações sobre fatos ocorridos que afetaram a regularidade dos fluxos de pagamento previstos. - os demonstrativos trimestrais devem ser enviados à CVM, no prazo de 45 dias após o encerramento do período, e permanecer à disposição dos condôminos do fundo, bem como ser examinados por ocasião da realização de auditoria independente; • O administrador deve enviar à CVM, em até 90 dias após o encerramento do exercício social, as demonstrações financeiras anuais do fundo; • Correio eletrônico pode ser usado para correspondência entre o administrador e os condôminos.
<p>Prestação de Informações pelo Administrador à CVM (Instrução CVM 356, arts. 10, 45 e 57)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • No prazo de até 10 dias da respectiva ocorrência, a data da primeira integralização de cotas (fundos abertos); e a data do encerramento de cada distribuição de cotas (fundos fechados); • No prazo de 15 dias após o encerramento de cada mês, o informe mensal e eventuais retificações até o primeiro dia útil subsequente à data da respectiva ocorrência; • No prazo máximo de 10 dias contados de sua ocorrência, os documentos relativos à alteração de regulamento, substituição da administradora, incorporação, fusão, cisão e liquidação.

20. Não se aplica aos fundos cujos direitos creditórios sejam representativos de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e serviços para entrega ou prestação futura; ou que invistam em direitos creditórios vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo (Instrução CVM 356, art. 8º, §9º).

Principais atribuições da assembleia geral	
Competência e Obrigações (Instrução CVM 356, art. 26)	<ul style="list-style-type: none"> • Tomar as contas e deliberar sobre as demonstrações financeiras do fundo, anualmente, em até quatro meses após o encerramento do exercício social; • Alterar o regulamento; • Deliberar sobre substituição do administrador, elevação da taxa de administração, incorporação, fusão, cisão ou liquidação do fundo.
Convocação (Instrução CVM 356, arts. 27 e 28)	<ul style="list-style-type: none"> • Pode ser pelo administrador ou por condôminos que possuam, no mínimo, 5% do total de cotas; • Mediante anúncio no periódico utilizado pelo fundo ou por meio de carta aos condôminos, com aviso de recebimento, com dia, hora, local e assunto; • Com 10 dias de antecedência, no mínimo, contados a partir da data de divulgação; • Não se realizando a assembleia, deve ser publicado anúncio de 2ª convocação ou carta, com antecedência mínima de cinco dias; • Admite-se que a segunda convocação seja providenciada juntamente com o anúncio ou carta da primeira; • A assembleia deve realizar-se no local onde o administrador tiver sede.
Processo e Deliberação (Instrução CVM 356, arts. 29 e 30)	<ul style="list-style-type: none"> • Instalada com a presença de pelo menos um condômino, as deliberações da Assembleia devem ser tomadas por critério da maioria de cotas dos presentes, correspondendo a cada cota um voto; • Somente podem votar os cotistas, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de um ano; • Não têm direito a voto a instituição administradora e seus empregados, salvo quando se tratar de fundo destinado exclusivamente a esses; • Na hipótese de existência de mais de uma classe de cotas, o regulamento do fundo deve dispor sobre o exercício do direito de voto na assembleia geral em relação a cada classe de cotas; • As decisões devem ser divulgadas no prazo máximo de 30 dias.
Representante dos Condôminos (Instrução CVM 356, art. 31)	<ul style="list-style-type: none"> • A assembleia geral pode, a qualquer momento, nomear um ou mais representantes para exercerem as funções de fiscalização e de controle gerencial das aplicações do fundo, em defesa dos direitos e dos interesses dos condôminos; • Somente pode exercer as funções de representante de condôminos pessoa física ou jurídica que atenda aos seguintes requisitos: <ul style="list-style-type: none"> • ser condômino ou profissional especialmente contratado; • não exercer cargo ou função na instituição administradora, em seu controlador, em sociedades por ele direta ou indiretamente controladas e em coligadas, ou outras sociedades sob controle comum; • não exercer cargo em empresa cedente de direitos creditórios integrantes da carteira do fundo.

4.2. FIDC-NP (não padronizado)

Principais características do FIDC-NP (não padronizado)	
Definição (Instrução CVM 444, art.1º)	<ul style="list-style-type: none"> • Considera-se não padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios: <ul style="list-style-type: none"> - que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo; - decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações^{21 e 22}; - que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia; - cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco; - originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial; - de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; - de natureza diversa, não enquadráveis nas políticas de investimento dos FIDCs; - derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco; - em FIC-FIDC que realize aplicações em cotas de FIDC-NP.
Constituição e Funcionamento (Instrução CVM 444, art.2º)	<ul style="list-style-type: none"> • Sua constituição e funcionamento seguem as mesmas regras aplicáveis aos FIDCs, estabelecidas na Instrução CVM 356, e dependem de prévio registro na CVM.
Registro na CVM (Instrução CVM 444, arts. 7º e 9º)	<ul style="list-style-type: none"> • Prazo de 20 dias úteis, que poderá ser interrompido uma única vez pela autarquia, contados do protocolo, para se manifestar sobre o pedido de registro, que será automaticamente obtido se não houver manifestação da CVM nesse prazo; • Além dos documentos exigidos para os FIDCs, o pedido deverá ser acompanhado de parecer de advogado acerca da validade da constituição e da cessão dos direitos creditórios ao FIDC-NP, e de parecer do órgão de assessoramento jurídico competente, quando se tratar dos créditos decorrentes de receitas públicas; • A CVM poderá – a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor – autorizar procedimentos específicos e dispensar o cumprimento de dispositivos da Instrução CVM 356.

21. No caso de direitos creditórios cedidos ou originados por empresas controladas pelo poder público, deverá ser apresentada manifestação acerca da existência de compromisso financeiro que se caracterize como operação de crédito, para efeito do disposto na Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, devendo, em caso positivo, ser anexada competente autorização do Ministério da Fazenda, nos termos do art. 32 da referida Lei Complementar (Instrução CVM 444, art.7º, § 9º).

22. No caso desses direitos creditórios, é possível ao FIDC-NP adquirir ativos de um mesmo devedor ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade (Instrução CVM 444, art.8º).

4.3. Normas contábeis

Normas contábeis	
<p>Classificação e registro contábil dos direitos creditórios (Instrução CVM 489, arts.3º a 8º, 10)</p>	<ul style="list-style-type: none"> Os FIDC, FIDC-PIPS e os FIDC-NP devem classificar e registrar as operações com direitos creditórios, nos seguintes grupos: <ol style="list-style-type: none"> operações com aquisição substancial dos riscos e benefícios; ou operações sem aquisição substancial dos riscos e benefícios; A qualquer tempo, os direitos creditórios podem ser reclassificados, desde que a exposição do fundo à variação no fluxo de caixa esperado associado ao direito creditório objeto da operação seja relevante; A classificação também se aplica às operações de cessão de parcela de direito creditório ou de conjunto de direitos creditórios similares, devendo ser aplicadas à parcela de direito creditório se o objeto da cessão for parte especificamente identificada de seu fluxo de caixa ou proporção de seu fluxo de caixa, ou ser aplicadas sobre o direito creditório na sua totalidade, nos demais casos.
<p>Provisão para perdas (Instrução CVM 489, arts. 11 a 16)</p>	<ul style="list-style-type: none"> Deve ser registrada provisão para perdas sempre que houver evidência de redução no valor recuperável dos ativos do fundo, avaliados pelo custo ou custo amortizado; Deve ser mensurada a perda por redução no valor de recuperação e registrada pela diferença entre o valor contábil do ativo antes da mudança de estimativa e o valor presente do novo fluxo de caixa esperado, calculado após a mudança de estimativa, desde que a mudança seja relacionada a uma deterioração da estimativa anterior de perdas de créditos esperadas; Para direitos creditórios de um mesmo devedor, a perda deve ser mensurada sobre todo o fluxo de caixa esperado desse devedor, considerando a natureza da transação e as características das garantias, tais como suficiência e liquidez; Deve ser feita reversão da provisão por perdas anteriormente constituída, desde que haja uma melhora na estimativa anterior de perdas de créditos esperadas; O fluxo de caixa esperado pode ser estimado em base individual ou coletiva de ativo. Se coletiva, os ativos devem ser agrupados por segmentos, e cada grupo dentro do segmento deve possuir características de risco de crédito similares, que sejam indicativas da habilidade do devedor em honrar os compromissos assumidos de acordo com as cláusulas contratuais, considerando fatores tais como: atividade econômica, localização geográfica, tipo de garantia dada, histórico de inadimplência e grau de endividamento; A instituição administradora deve evidenciar e explicar, em nota explicativa, as estimativas e mudanças de estimativas que são requeridas para determinar o custo amortizado.
<p>Demonstrações financeiras e divulgação de informações Instrução CVM 489, arts. 17 a 19)</p>	<ul style="list-style-type: none"> A instituição administradora deve entregar os seguintes documentos e demonstrações financeiras: <ul style="list-style-type: none"> - Informe Mensal; e - as seguintes demonstrações financeiras anuais, acompanhadas do parecer do auditor independente: <ol style="list-style-type: none"> Demonstração da Posição Financeira; Demonstração do Resultado; Demonstração da Evolução do Patrimônio Líquido; Demonstração do Fluxo de Caixa pelo Método Direto ou Indireto; e Notas Explicativas; A data-base das demonstrações financeiras é o último dia do mês escolhido para o encerramento do período do fundo; As notas explicativas são parte integrante das demonstrações financeiras; A instituição administradora deve manter à disposição da CVM – pelo prazo mínimo de cinco anos, ou por prazo superior, em decorrência de legislação específica ou de determinação expressa – todos os relatórios, documentos e informações que evidenciem o cumprimento dos procedimentos e critérios previstos na regulamentação em vigor;

continuação.

Normas contábeis	
Demonstrações financeiras e divulgação de informações Instrução CVM 489, arts. 17 a 19)	<ul style="list-style-type: none"> • A SIN (Superintendência de Investidores Institucionais) da CVM, depois de consultada a SNC (Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria) da CVM, poderá determinar a mudança, reclassificação, registro ou baixa, com o conseqüente reconhecimento dos efeitos nas demonstrações financeiras, sem prejuízo das demais sanções cabíveis, no caso de impropriedade ou inconsistência nos processos de reconhecimento, classificação, mensuração e divulgação de ativos e passivos, reconhecimento de receitas e apropriação de despesas; • A determinação de mudança, reclassificação, registro ou baixa implicará a obrigatoriedade de refazimento e reapresentação das demonstrações financeiras do fundo à CVM.

4.4. Requisitos e limites para emissão e aquisição de cotas de FIDC, FIDC-PIPS e FIDC-NP

Durante a elaboração deste livro, foram publicadas as Instruções CVM nº 554 e nº 555, de 17/12/2014, que redefiniram alguns requisitos e limites de emissão e para a aquisição de cotas de FIDCs por investidores em geral e fundos de investimento, em particular. Apresentamos, a seguir, os parâmetros atuais e os que devem ser observados a partir de 1/7/2015.

4.4.1. Com prazo de vigência até 30/6/2015

Requisitos e limites para emissão de cotas	
FIDC (Instrução CVM 356, art. 3º)	<ul style="list-style-type: none"> • Valor mínimo para aplicação: R\$ 25 mil; • O FIDC somente pode receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado^{23 e 24}; • Cada classe ou série de cotas de sua emissão, destinada à colocação pública, deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no país.
FIDC-PIPS (Instrução CVM 399, art. 3º)	<ul style="list-style-type: none"> • Suas cotas devem ter valor mínimo de R\$ 3 mil; • Cada classe ou série de cotas de sua emissão, destinada à colocação pública, deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no país.

continua

23. De acordo com o art. 109 da Instrução CVM 409, são considerados como investidor qualificado: as instituições financeiras; as companhias seguradoras e sociedades de capitalização; as entidades abertas e fechadas de previdência complementar; as pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300 mil e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; os fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; os administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; os RPPS; e os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestoras do próprio fundo, expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

24. Os requisitos de investidor qualificado deverão ser verificados pelo administrador ou pelo intermediário, em cada aplicação em fundo de que o investidor não seja cotista. A perda da condição de investidor qualificado não implica a exclusão do cotista do fundo de investimento.

continuação.

Requisitos e limites para emissão de cotas	
FIDC-NP (Instrução CVM 444, art. 4º)	<ul style="list-style-type: none"> Valor mínimo para aplicação de R\$ 1 milhão, somente sendo permitida a emissão e a negociação de fração de cotas para os titulares de pelo menos uma cota com esse valor nominal. <p>Exceção: esse valor é o máximo para as cotas dos FIDC-NP, cuja política de investimento tenha como objetivo preponderante a realização de aplicações em direitos creditórios de origem do setor público e nos casos de aplicações em ativos de natureza diversa das previstas para o FIDC (Instrução CVM 356).</p>
Requisitos e limites para aquisição de cotas por FI e FIC-FI	
Fundos de Investimento e Fundos de Investimento em cotas de Fundos de Investimento (Instrução CVM 409, arts. 86, III e §2º; 87, I; 110-A, 110-B e 112, §§ 4º e 5º; Ofício Circular CVM/SIN nº 10/13, 1.25)	<ul style="list-style-type: none"> Limite por modalidade: até 20% do patrimônio líquido do fundo, para o conjunto dos ativos que incluem cotas de FI, FIC-FI, FII, FIDC, FIC-FIDC e Fundos de Índice; CRI; outros ativos que não títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nesses títulos; ouro; títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira; valores mobiliários, desde que registrados na CVM e objeto de oferta pública de acordo com a Instrução CVM 400; e contratos derivativos; Fundos destinados a investidores qualificados e classificados como de “Crédito Privado” podem observar o limite e 40%; Fundos destinados a investidores qualificados e que exijam aplicação inicial mínima de R\$ 1 milhão estão dispensados da observância dos limites por modalidade e por emissor. Esses fundos também podem aplicar em cotas de FIDC-NP; FIC-FI: vedada a aplicações em cotas de FIDC e FIDC-NP, exceto no caso de fundos de investimento em cotas classificados como “Renda Fixa” e “Multimercado”, que podem investir até o limite de 20% do respectivo patrimônio líquido nesses fundos; Limite por Emissor: até 10% do PL do fundo, observado que o fundo não poderá deter mais de 20% de seu patrimônio líquido em títulos ou valores mobiliários de emissão do administrador, do gestor ou de empresas a eles ligadas.
EAPC – Entidades Abertas de Previdência Complementar (Res. CMN 3.308, arts. 4º, III, 13 e 14)	<ul style="list-style-type: none"> FIDC e FIC-FIDC integram o segmento de Renda Fixa das EFPC; Limite por modalidade: até 10%; Limite por Emissor: até 25% do patrimônio líquido de um mesmo FIDC ou FIC-FIDC ou de uma mesma série.
EFPC – Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Res. CMN 3.792, arts. 18, 30, 35, 41 e 43)	<ul style="list-style-type: none"> FIDC e FIC-FIDC integram o segmento de Renda Fixa das EFPC²⁵; A aquisição de cotas deve ser precedida de análise de risco, aprovada por órgão de governança competente nas áreas de investimento e de risco da EFPC, podendo considerar, dentre outros critérios, a opinião emitida por agência de classificação de risco de crédito registrada ou reconhecida pela CVM; Limite por modalidade: até 20% dos recursos de cada plano; Limites por Emissor: até 10% do patrimônio líquido do fundo; Limites de Concentração por Investimento: até 25% de uma mesma classe ou série de cotas de FIDC.
RPPS – Regimes Próprios de Previdência Social (Res. CMN 3.922, art. 7º, VI e VII, § 4º; 14, §2º e 23)	<ul style="list-style-type: none"> Limite por modalidade: até 15% em cotas sênior de FIDCs abertos; até 5% em cotas sênior de FIDCs fechados, desde que, cumulativamente com os recursos aplicados em FIDCs abertos, não excedam o limite de 15%, e a classe de cotas do fundo seja considerada de baixo risco de crédito. A partir de 1/1/2015, esse limite passou a ser calculado em proporção do total de cotas de classe sênior e não do total de cotas do fundo; Limites por Emissor: até 20% do patrimônio líquido do fundo; Vedada a aplicação em cotas de FIDC-NP.

25. Os títulos e valores mobiliários classificados no segmento de renda fixa devem, preferencialmente, ser negociados por meio de plataformas eletrônicas.

4.4.2. Com prazo de vigência a partir de 1/7/2015

Requisitos e limites para a emissão de cotas de FIDC, FIDC-PIPS e FIDC-NP	
FIDC (Instrução CVM 356, art. 3º)	<ul style="list-style-type: none"> • O FIDC somente poderá receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado²⁶; e • Cada classe ou série de cotas de sua emissão, destinada à colocação, pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no país.
FIDC-PIPS (Instrução CVM 399, art. 3º)	<ul style="list-style-type: none"> • Suas cotas devem ter valor mínimo de R\$ 3 mil; • Cada classe ou série de cotas de sua emissão, destinada à colocação pública, deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no país; • Somente poderá receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado²⁷ (incluído pela Instrução CVM 554).
FIDC-NP (Instrução CVM 444, art. 4º)	<ul style="list-style-type: none"> • Somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas em mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor profissional²⁷. <p>Quem não for investidor profissional poderá subscrever cotas do FIDC-NP cuja política de investimento tenha como objetivo preponderante a realização de aplicações em direitos creditórios originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, desde que a integralização seja efetuada em direitos creditórios.</p>

26. De acordo com o art. 9-B da Instrução 539/13, são considerados como investidores qualificados: as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1 milhão e que atestem por escrito essa condição, pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; os regimes próprios de previdência social instituídos pelos estados, pelo distrito federal ou por municípios, desde que sejam reconhecidos como investidores qualificados conforme regulamentação específica da Secretaria de Políticas de Previdência Social, e os investidores profissionais.

27. De acordo com o art. 9-A da Instrução 539/13, são considerados como investidores profissionais: as instituições financeiras e demais autorizadas a funcionar pelo BC, as companhias seguradoras e as sociedades de capitalização; as entidades abertas e fechadas de previdência complementar, os fundos de investimento, os agentes autônomos de investimento, os administradores de carteira, os analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM em relação a seus recursos próprios, os investidores não residentes e as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões e que atestem por escrito essa condição.

Requisitos e limites para aquisição de cotas de FIDC, FIDC-PIPS e FIDC-NP por FI e FIC-FI	
<p>Fundos de Investimento e Fundos de Investimento em cotas de Fundos de Investimento (Instrução CVM 555, arts. 2º, V, c; 102, III; 103, 119 §§ 5º, 6º, 8º e 9º, 126, 129, I)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Limite por modalidade: até 20% do patrimônio líquido do fundo, para o conjunto dos ativos que incluem cotas de FI, FIC-FI, FII, FIDC, FIC-FIDC e Fundos de Índice; CRI; outros ativos exceto títulos públicos federais e operações compromissadas, lastreadas nestes títulos; ouro; títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira; valores mobiliários, desde que registrados na CVM e objeto de oferta pública de acordo com a Instrução CVM 400; e contratos derivativos; • Dentro do limite anterior, até 5% em FIDC-NP, FIC-FIDC-NP, FI e FIC-FI destinados exclusivamente a investidores profissionais; • Fundos exclusivamente destinados a investidores qualificados podem observar o dobro dos limites por modalidade de investimento; • Fundos exclusivamente destinados a investidores profissionais estão dispensados de observar os limites por modalidade e por emissor; • FIC-FI: vedada a aplicações em cotas de FIDC e FIDC-NP, exceto os fundos de investimento em cotas classificados como "Renda Fixa" e "Multimercado", que podem investir até o limite de 20% do respectivo patrimônio líquido nesses fundos e, dentro desse limite, até 5% em FIDC-NP e FIC-FIDC-NP; • FIC-FI classificado como "Multimercado", desde que destinado exclusivamente a investidores qualificados, pode investir, entre outros fundos, em cotas de FIDC e FIC-FIDC, nos limites estabelecidos em seu regulamento; • FIC - FI "Exclusivos" e os destinados exclusivamente a investidores profissionais podem adquirir cotas de qualquer fundo de investimento registrado na CVM, nos limites previstos nos seus regulamentos; • Limites por Emissor: até 10% do patrimônio líquido do fundo, observado que o fundo não poderá deter mais de 20% de seu patrimônio líquido em títulos ou valores mobiliários de emissão do administrador, do gestor ou de empresas a eles ligadas.

4.5. Autorregulação

Em adição às regras do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas, o seu Anexo II prevê regras específicas aplicáveis aos FIDCs. O Código estabelece princípios e regras que devem ser observados pelas instituições associadas à ANBIMA que atuem nesse mercado, ou outras instituições que voluntariamente solicitem adesão ao Código. De forma geral, o Código busca, dentre outros objetivos, a concorrência leal e a elevação dos padrões fiduciários, e conta com regras relativas à constituição, funcionamento e distribuição, que complementam e reforçam a atividade regulatória.

Autorregulação (Anexo II)	
<p>Registro (arts. 1 a 4)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Os FIDCs, assim como suas classes e séries de cotas, devem ser registrados na ANBIMA no prazo máximo de 15 dias corridos, contados da data de sua primeira integralização, de acordo com o Manual para Registro de FIDC da ANBIMA; • No caso de Instituições Participantes que aderiram ao Código, o prazo para o registro é de 15 dias corridos, contados da data da associação ou adesão da Instituição Participante; • O encerramento dos FIDCs, de suas classes e séries de cotas deve ser comunicado à ANBIMA em até 20 dias corridos, contados da data da assembleia que deliberou pelo encerramento do Fundo ou Termo de Encerramento;

continua

continuação.

Autorregulação (Anexo II)	
Registro (arts. 1 a 4)	<ul style="list-style-type: none"> • Qualquer alteração das características do FIDC que resulte em mudança nas informações contidas nos documentos de registro torna obrigatório o envio de versão atualizada destes à ANBIMA, em até 15 dias corridos, contados da data do protocolo junto à CVM, com exceção do modelo do Contrato de Cessão, que deverá ser enviado em 15 dias contados da efetiva alteração; • A área de Supervisão de Mercados da Associação, a Comissão de Acompanhamento e/ou o Conselho de Regulação e Melhores Práticas podem solicitar às Instituições Participantes informações adicionais para o registro, as quais deverão ser disponibilizadas dentro do prazo de 15 (quinze) dias corridos, contados da data de solicitação, prorrogáveis por mais 15 (quinze) dias corridos; • Até o momento do registro do FIDC ou de novas classes e séries de cotas do FIDC, a Instituição Participante poderá solicitar à ANBIMA a dispensa de alguns dos requisitos e exigências obrigatórias constantes do Código, com a manutenção da autorização para o uso do selo ANBIMA; • O Conselho de Regulação e Melhores Práticas terá o prazo de 45 (quarenta e cinco) dias corridos para análise do pedido de dispensa, a partir da data da solicitação. Decorrido este prazo, sem qualquer manifestação da ANBIMA, a dispensa considerar-se-á autorizada nos termos solicitados.
Prospecto (art. 5º)	<ul style="list-style-type: none"> • O Código detalha os elementos obrigatórios mínimos que deverão estar contidos no Prospecto, incluindo as principais características dos FIDCs, dentre as quais as informações relevantes ao investidor sobre políticas de investimento, riscos envolvidos, bem como direitos e responsabilidades dos cotistas; • Os FIDCs constituídos sob a forma de condomínio aberto devem incluir na capa, na contracapa ou na primeira página de seus prospectos o aviso: “ESTE FUNDO APRESENTA RISCO DE LIQUIDEZ ASSOCIADO ÀS CARACTERÍSTICAS DOS SEUS ATIVOS E ÀS REGRAS ESTABELECIDAS PARA A SOLICITAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE RESGATES.” • Os FIDCs que permitirem a aquisição de Direitos Creditórios de Múltiplos Cedentes e/ou Múltiplos Sacados, devem incluir na capa, na contracapa ou na primeira página de seus prospectos o aviso: “ESTE FUNDO PODE INVESTIR EM CARTEIRA DE DIREITOS CREDITÓRIOS DIVERSIFICADA, COM NATUREZA E CARACTERÍSTICAS DISTINTAS. DESTA FORMA, O DESEMPENHO DA CARTEIRA PODE APRESENTAR VARIACÃO DE COMPORTAMENTO AO LONGO DA EXISTÊNCIA DO FUNDO.” • Os FIDCs identificados com o atributo de Recuperação, conforme classificação ANBIMA, devem incluir na capa, na contracapa ou na primeira página de seus prospectos o aviso: “ESTE FUNDO PODE ADQUIRIR DIREITOS CREDITÓRIOS EM ATRASO (VENCIDOS E NÃO PAGOS), E O SEU DESEMPENHO ESTARÁ VINCULADO À CAPACIDADE DE RECUPERAÇÃO DESSES CRÉDITOS AO LONGO DO TEMPO.”
Regras Gerais (arts. 6º e 7º)	<ul style="list-style-type: none"> • A responsabilidade da Instituição Participante pelo gerenciamento da liquidez das carteiras não se aplica no caso de FIDC Fechado, salvo aqueles em que os valores e/ou períodos de amortização são previstos em regulamento ou prospecto; • Caso haja previsão de existência de Conselho Consultivo, Comitê Técnico ou Comitê de Investimentos nos FIDCs, o Regulamento e o Prospecto deverão dispor sobre a periodicidade das reuniões, seu modo de convocação, local de realização, quórum de instalação, deliberação, prazo de mandato dos membros, o modo de substituição e a possibilidade de reeleição dos mesmos.

4.6. Tributação

A legislação do Imposto de Renda não estabelece regulamentação específica para os FIDCs abertos, que estão, portanto, sujeitos às mesmas regras aplicáveis aos fundos de investimento regidos por norma geral. Essas regras estabelecem tratamento diferenciado para os fundos de investimento classificados como “curto prazo” ou “longo prazo”, conforme o prazo médio da respectiva carteira seja inferior ou superior a 365 dias.

Dessa forma, no caso dos fundos classificados como “curto prazo”, os rendimentos auferidos nas aplicações com prazo de até seis meses sujeitam-se ao imposto de renda à alíquota de 22,5%, e de 20% nas aplicações superiores a esse prazo. Além disso, independentemente da ocorrência de resgates, há incidência de tributação semestral no final dos meses de maio e novembro (come-cotas) à alíquota de 20%, sendo aplicada alíquota complementar de 2,5%, caso o efetivo resgate ocorra em prazo inferior a seis meses contados do início da aplicação. A tributação dos fundos classificados como “longo prazo” segue a mesma sistemática, porém com alíquotas variando de 22,5% até 15%, esta última alíquota incidindo sobre os rendimentos de aplicações com prazos superiores a dois anos. Já a tributação semestral dos fundos classificados como “longo prazo” incide à alíquota de 15%, sendo aplicada alíquota complementar correspondente ao prazo decorrido entre o início da aplicação e o efetivo resgate.

No caso de FIDCs fechados, que não admitem resgate de cotas durante o prazo de duração do fundo, os ganhos auferidos nas alienações por pessoa física, em bolsa, ou por pessoa jurídica, dentro ou fora de bolsa, são tributadas como ganho líquido, à alíquota de 15%. Já os ganhos provenientes da alienação de cotas por pessoa física, fora de bolsa, devem ser tributados como ganho de capital, à alíquota de 15%. No resgate de cotas decorrente do término do prazo de duração ou da liquidação do fundo, o rendimento será tributado na fonte à alíquota aplicável conforme o prazo, não se aplicando, aos fundos fechados, a tributação semestral (come-cotas) (IN nº 1.022, art.9, § 4º).

A norma geral de fundos de investimento, contudo, acaba produzindo impactos sobre a tributação do FIDC. É o caso, por exemplo, do dispositivo que exclui os direitos creditórios do cálculo do prazo médio da carteira (IN RFB nº 1.022, art.4º, § 5º, V), utilizado para classificar os FIDCs abertos como de curto ou longo prazo. Na prática, o dispositivo faz com que o prazo médio seja definido pelos demais ativos que compõem a carteira, que, no caso dos FIDCs, geralmente são ativos com maior liquidez e, portanto, menor prazo de vencimento, dificultando que o fundo receba tratamento tributário para fundo de longo prazo.

Apesar de os FIDCs não contarem com uma legislação tributária própria, nos últimos anos foram criados incentivos tributários visando estimular emissões com determinadas características, como o alongamento de prazos dos ativos. Com esse objetivo, a Lei nº 12.431, de 24/6/11, reduziu a zero a alíquota do imposto de renda incidente sobre os rendimentos percebidos por investidores não residentes quando produzidos, entre outros ativos, por FIDCs fechados e cujo originador ou cedente da carteira de direitos creditórios não seja instituição financeira. Para fazer jus ao incentivo, os FIDCs devem atender, cumulativamente, a uma série de exigências, como ter suas cotas destinadas exclusivamente para investidores não residentes; possuir, no mínimo, 85% do valor do patrimônio líquido aplicado em direitos creditórios; ter prazo mínimo de seis anos; vedar o pagamento total ou parcial do principal das cotas nos dois primeiros anos; apresentar procedimento simplificado que demonstre o objetivo de alocar os recursos captados em projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação, entre outras.

Finalmente, a norma buscou incentivar a aquisição, por parte dos investidores domésticos, de ativos voltados à captação de recursos para a implementação de projetos na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação. Assim, a norma prevê, em seu Artigo 2º, que os rendimentos produzidos por FIDCs e outros ativos emitidos com essas finalidades até 31/12/30 sujeitam-se à incidência da alíquota zero do IR quando auferidos por pessoa física, e de 15%, exclusivamente na fonte, quando auferidos por pessoa jurídica. Para fazer jus a essas condições, os ativos devem observar as mesmas características estabelecidas no caso do benefício concedido ao investidor não residente.

Apresentamos, a seguir, a consolidação da legislação referente à tributação dos cotistas dos FIDCs, constituídos sob a forma de condomínio aberto e fechado, referente ao imposto de renda e ao IOF sobre títulos e valores mobiliários, bem como sobre o tratamento do imposto e isenções, entre as quais se destacam a isenção de IR fonte dos investidores institucionais e das instituições financeiras, bem como os incentivos concedidos pela Lei nº 12.431.

IMPOSTO DE RENDA	
Fundo Aberto	
<p>Rendimentos produzidos/auferidos por</p> <p>Fundos de Longo Prazo: Carteira de títulos com prazo médio superior a 365 dias.</p> <p>FIC de longo prazo: deverá ter, no mínimo, o percentual médio de 90% de seu patrimônio investido em cotas de fundos de investimento de longo prazo.</p> <p><u>Alíquotas:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Rendimentos produzidos a partir de 1º/1/2005: <ul style="list-style-type: none"> • até 180 dias: 22,5% • de 181 dias a 360 dias: 20% • de 361 dias a 720 dias: 17,5% • acima de 720 dias: 15% • semestralmente (maio e novembro): 15% <p>Fundos de Curto Prazo Carteira de títulos com prazo médio igual ou inferior a 365 dias.</p> <p><u>Alíquotas:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Rendimentos produzidos a partir de 1º/1/2005: <ul style="list-style-type: none"> • até 180 dias: 22,5% • superior a 180 dias: 20% • semestralmente (maio e novembro): 20% 	<p>IN nº 1.022, art. 3º, §1º, I</p> <p>IN nº 1.022, art. 5º</p> <p>Lei nº 11.033 art.1º; IN nº 1.022, art. 6º</p> <p>Lei 11.053, art. 6º, §5º; IN nº 1.022, art. 3º, §1º, II e art. 4, §1º</p> <p>Lei nº 11.033, art. 1º, §2º, I; Lei nº 10.892, art. 3º; IN nº 1.022, art. 9º, §1º, II</p>
<p><u>Incidência:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • apropriados semestralmente (“come-cotas”), em maio e novembro, ou no resgate, se ocorrido em data anterior; • no resgate de cotas: alíquota complementar à incidente semestralmente, conforme o prazo da aplicação; • para fundos com prazo de carência de até 90 dias, na data em que se completar cada período de carência para resgate de cotas com rendimento ou no resgate de cotas. <p><u>Base de Cálculo:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Fundos sem prazo de carência: Diferença positiva entre o valor da cota no último dia útil de maio/novembro ou na data de resgate, e o apurado na data da aplicação ou na data da última incidência do imposto; • Fundos com prazo de carência de até 90 dias: Diferença positiva entre o valor da cota no vencimento da carência e o apurado na data da aplicação ou da última incidência do imposto. <p><u>Responsável pela Retenção:</u> Administrador do fundo de investimento ou instituição que intermediar recursos, junto a clientes, para aplicações em fundos de investimento administrados por outra instituição, na forma prevista em normas baixadas pelo CMN.</p>	<p>Lei nº 10.892, art. 3º; Lei nº 11.033, art. 1º, §2º, I; IN nº 1.022, art. 9º, I</p> <p>Lei nº 11.033, art. 1º, §2º, III; IN nº 1.022, art. 9º, §2º</p> <p>Lei nº 11.033, art. 1º, §2º, II; IN nº 1.022, art. 9º, II</p> <p>IN nº 575, art. 2º ao 6º, 8º e 9º</p> <p>MP nº 2.189, art. 6º, §1º; Lei nº 10.892, art. 3º; IN nº 575, arts. 2º ao 9º; IN nº 1.022, art. 9º</p> <p>MP nº 2.158, art. 28; IN nº 1.022, art. 17</p>

IMPOSTO DE RENDA	
Fundo Fechado	
<p>1.1. Rendimento e Amortização de Cotas</p> <p>Alíquota:</p> <ul style="list-style-type: none"> Resgate, em decorrência do término do prazo de duração ou da liquidação do fundo, e na amortização de cotas: retenção de fonte, de acordo com o prazo da aplicação, com alíquotas variando de 22,5% a 15%; Não se aplica a tributação semestral. <p>Base de Cálculo:</p> <ul style="list-style-type: none"> O rendimento será constituído pela diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição das cotas. Na amortização, o IR incidirá sobre o valor que exceder o custo de aquisição, às alíquotas correspondentes ao prazo da aplicação. 	<p>Lei nº 11.033, art. 1º; IN nº 1.022, art 16, §1º, II, IN 1.022, art.9, § 4º</p> <p>IN nº 1.022, art 16, §1º e § 2º</p>
<p>2.1. Alienação de Cotas</p> <p>1.2.1. Pessoa Jurídica</p> <ul style="list-style-type: none"> Dentro ou fora de Bolsa: ganho líquido²⁸, 15% <p>1.2.2. Pessoa Física</p> <ul style="list-style-type: none"> Em bolsa: ganho líquido²⁸, 15% Fora de bolsa: ganho de capital²⁹, 15% 	<p>Lei nº 11.033 art.2º, II; IN nº 1.022, art 16, I, b; e art. 45</p> <p>Lei nº 11.033 art.2º, II; IN nº 1.022, art 16, I, a; e art. 45;</p> <p>Lei nº 8.981, art. 21; IN nº 1.022, art 16, II</p>

Além do imposto de renda, o FIDC, na qualidade de valor mobiliário, está sujeito à incidência do IOF (Imposto sobre Operações Financeiras), à alíquota de até 1% ao dia, limitado ao total do rendimento produzido, caso haja resgate em prazo inferior a 30 dias.

IOF sobre títulos e valores mobiliários	
<p>Alíquotas: 1% a.d. limitado, em função do prazo (de 1 a 30 dias), ao rendimento das operações (de 96% a 0%), conforme tabela constante do Anexo ao Decreto nº 6.306/07.</p> <p>Incidência: resgate de cotas de fundos (renda fixa) efetuados em até 30 dias.</p>	<p>Dec. nº 6.306, art. 32, § 1º, II; Port. nº 264, Art. 1º, § 1º, II; IN nº 907, Art. 10; Decreto nº 8.325</p>
<p>Alíquota: 0,5% ao dia, limitado à diferença entre o valor da cota, no dia do resgate, multiplicado pelo número de cotas resgatadas e o valor pago ao cotista.</p> <p>Incidência: Valor de resgate de cotas de fundos de investimento na hipótese de o investidor resgatar cotas antes de completado o prazo de carência para crédito dos rendimentos.</p>	<p>Dec. nº 6.306, Art. 31; Port. 341-A; Port. nº 264, Art. 2º, II e Súnico; AD nº1, I</p>

28. Eventuais prejuízos na venda da cota podem ser compensados com ganhos líquidos futuros.

29. Não há compensação de prejuízos.

Tratamento do imposto e isenções	
1. IMPOSTO DE RENDA	
<ul style="list-style-type: none"> Instituição financeira Estão dispensados da retenção na fonte ou do pagamento em separado do IR sobre rendimentos e ganhos líquidos auferidos em aplicações financeiras de renda fixa de instituição financeira, sociedade de seguro, de previdência privada aberta e de capitalização, sociedade corretora de títulos, valores mobiliários e câmbio, sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários ou sociedade de arrendamento mercantil. O rendimento integra a receita bruta mensal e o lucro real. 	Lei nº 8.981 art.77, I (redação pela Lei nº 9.065/95) e III (redação pela Lei nº 9.249/95); Lei nº 9.779 art.5º, § único; AD nº 97; IN nº 1022 art.56, I e II; Lei nº 11.053 art.5º
<ul style="list-style-type: none"> Entidades de previdência Estão dispensadas da retenção na fonte e do pagamento em separado do IR sobre rendimentos e ganhos nas aplicações efetuadas, a partir de 1º/1/2005. 	Lei nº 11.053 art.5º; IN nº 588 art.10
<ul style="list-style-type: none"> Fundos de Investimento São isentos do IR os rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelas carteiras dos Fundos de Renda Fixa. 	Lei nº 8.981 art.68, I, e art.73, §2º; IN nº 1022 art.14, I; Lei nº 9.532 art.28, §10, a
<ul style="list-style-type: none"> FAC-FI São isentos do IR os rendimentos auferidos nos resgates de cotas de Fundos de Investimento de titularidade de Fundos de Aplicação em Cotas de Fundos de Investimento 	Lei nº 8.981 art.68, II
<ul style="list-style-type: none"> Investidores Não Residentes São isentos do IR os rendimentos produzidos por fundos de investimentos, cujos cotistas sejam exclusivamente investidores estrangeiros e o regulamento do fundo preveja que a aplicação de seus recursos seja realizada exclusivamente em depósito à vista, ou em ativos sujeitos a isenção de IR, ou tributados à alíquota zero. 	Lei nº 12.973 art.97
2. IOF Sobre Títulos e Valores Mobiliários	
<ul style="list-style-type: none"> São isentas as instituições financeiras e demais autorizadas pelo BC, fundos e clubes de investimento, órgão da administração pública, partido político, suas fundações e entidade sindical. A isenção não se aplica à instituição de educação ou de assistência social, entidade fechada de previdência privada e a investidores estrangeiros. 	Dec. nº 4.494 art.33, §2º; Port. nº 264 art.1º, §2º; IN nº 46 art.15, II

Condições para a aquisição de cotas de FIDC (Lei nº 12.431) - até 31/12/2030	
<ul style="list-style-type: none"> Investidor não Residente Alíquota zero (IR) sobre os rendimentos produzidos por FIDCs fechados, cujo originador ou cedente da carteira de direitos creditórios não seja instituição financeira e que atendam aos requisitos especificados na Lei. 	Lei nº 12.431 art.1º, II e §1-A
<ul style="list-style-type: none"> Pessoa Física Alíquota zero (IR) sobre os rendimentos produzidos por FIDCs fechados, relacionados à captação de recursos com vistas a implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal e que atendam aos requisitos especificados na Lei. 	Lei nº 12.431 art.2º, I
<ul style="list-style-type: none"> Pessoa Jurídica tributada com base no lucro real, presumido, arbitrado, isenta ou optante pelo Simples Nacional Alíquota de 15% (IR) sobre os rendimentos produzidos por FIDCs Fechados, relacionados à captação de recursos com vistas a implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal e que atendam aos requisitos especificados na Lei. 	Lei nº 12.431 art.2º, II

► 5. PERCEPÇÕES E TENDÊNCIAS DO MERCADO

Após um período de forte expansão, a indústria de FIDCs passou por um processo de transição regulatória que afetou a sua dinâmica de funcionamento, exigindo adaptações de estruturas e controles para o cumprimento das novas regras. Esse processo implicou a elevação de custos e a redução do volume de ofertas nos últimos anos, mas também aumentou a compreensão dos agentes que atuam nesse mercado quanto à relevância da introdução de regras mais rigorosas. O novo arcabouço regulatório é certamente mais robusto e seguro e tem potencial para atrair novos cedentes e investidores em um contexto em que o mercado de crédito e a securitização, em particular, ainda não alcançaram todo o seu potencial de crescimento.

Com base em entrevistas realizadas junto a participantes dos principais segmentos desse mercado, apresentamos neste capítulo as percepções, questões e tendências da indústria de FIDCs, incluindo as iniciativas da ANBIMA sobre alguns dos temas³⁰ aqui tratados.

5.1. Imagem do produto

Desde a sua criação, o FIDC passou por uma série de testes que ou comprovou a capacidade da sua estrutura de mitigar riscos e evitar perdas para os investidores, ou induziu mudanças regulatórias que, em última instância, ajudaram a fortalecer o veículo. Trata-se de um fundo de investimento com característica única, totalmente dependente de uma estrutura com mecanismos de controle e garantias adequadas a cada tipo de direito creditório. Nesse sentido, todas as evoluções regulatórias vivenciadas pelo mercado visaram aperfeiçoar tais mecanismos por meio de maior transparência, tratamento de situações de conflito de interesses e aperfeiçoamento de controles dos prestadores de serviço. Formou-se, assim, uma dinâmica virtuosa do produto que evoluiu e gerou aprendizado com as estruturas que apresentaram problemas no passado.

Foram seis de um total de 782 fundos registrados na CVM entre 2002 e 2014 (menos de 1%). Ainda que esses problemas tenham sido pontuais, acabaram arranhando a imagem do produto e foram responsáveis, em boa medida, pelas mudanças regulatórias promovidas pela Instrução CVM nº 531, cujo principal objetivo foi evitar a ocorrência de conflitos de interesse, reforçando a segregação de funções das instituições envolvidas na estruturação dos fundos. A avaliação de boa parte dos agentes é de que a edição da norma trouxe mais segurança para o FIDC e melhorou a governança do produto.

30. Um breve relato sobre os temas em discussão no Comitê de FIDC da ANBIMA pode ser encontrado em: <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/representacao-comites/fundos-de-investimento-em-direitos-creditorios/assuntos-em-debate/Pages/default.aspx>.

A crise norte-americana de 2008, conhecida como “crise do *subprime*”, também prejudicou a imagem do FIDC. Ainda que, de forma genérica, sua causa possa ser atribuída a uma originação de direitos creditórios pouco criteriosa, frequentemente é associada ao processo de securitização, que afetou a confiança nos fundos de investimento em direitos creditórios. Não obstante tratar-se de operações de securitização, as estruturas do mercado americano conhecidas como ABS (*asset backed securities*) não são constituídas no formato de fundos de investimento, mas sim no formato de títulos de dívida com garantia em recebíveis. A grande diferença conceitual dos fundos em relação aos títulos de dívida lastreados em recebíveis está justamente na gama de prestadores de serviços que envolvem, com responsabilidades e funções de controles essenciais, que exigem a total segregação de atividades.

Outro aspecto que afeta a imagem do produto por investidores menos familiarizados com o FIDC é sua associação com as operações tradicionais de crédito. Ela gera a expectativa de que o rendimento do fundo dependa exclusivamente do pagamento dos créditos, quando, na verdade, existe uma estrutura de subordinação e de garantias adicionais que blindam o produto, mitigando o risco de crédito da carteira. A história da indústria mostra que, em função dessa estrutura, mesmo no caso de inadimplência, os cotistas conseguem receber os montantes aplicados. Contudo, esse reforço de segurança e as variações entre as estruturas acabam tornado o entendimento do produto mais complexo. Nesse sentido, na medida em que o grau de complexidade do produto é inversamente proporcional à capacidade do seu entendimento por parte dos investidores, estes, muitas vezes, acabam lhe atribuindo um risco mais elevado, o que, em alguma medida, também interfere na imagem do produto. Todavia, é justamente a complexidade dos mitigadores de risco presentes nas estruturas do FIDC que o tornam um produto mais seguro, sendo fundamental para os agentes desse mercado compreendê-los para que consigam distinguir as estruturas mais robustas daquelas mais frágeis.

5.2. Estruturação

5.2.1. Oportunidades

Os FIDCs são considerados veículos de captação mais flexíveis do que os instrumentos tradicionais de dívida. A maior flexibilidade do FIDC decorre da possibilidade de se constituir diferentes estruturas de garantias, de forma a permitir que suas cotas obtenham uma avaliação de crédito superior à da empresa cedente dos direitos creditórios ou, ainda, superior à avaliação do risco individualizado dos próprios direitos creditórios que compõem a sua carteira. Isso ocorre porque o risco dos recebíveis na carteira do fundo é segregado do risco do cedente/originador ou pelo fato de que se pode

reduzir sensivelmente o risco por meio de estruturas de crédito mais pulverizadas e não concentradas em um único devedor. Assim, uma vez que a cessão dos direitos creditórios do cedente para o FIDC ocorra de forma perfeita e acabada (*true sale*), não haverá risco de contaminação entre o risco da carteira de recebíveis e o risco da empresa cedente, mesmo nos casos em que esta entre em processo de recuperação judicial ou falência. Tal fato não ocorre quando da emissão títulos de dívida com garantia de recebíveis, pois nessa hipótese a propriedade dos recebíveis permanece com a empresa.

Dessa forma, é mais fácil cobrar esses créditos no FIDC comparativamente a um título de dívida corporativo emitido pelo originador com garantia de recebíveis, pois, tanto do ponto de vista jurídico como operacional, os direitos creditórios estão blindados da interferência do originador, uma vez que a cobrança e a guarda dos documentos estão fora do seu alcance. Levando-se em conta que os *ratings* dos FIDCs no Brasil ainda estão muito próximos aos dos de seus originadores, alguns agentes consideram que as avaliações de risco ainda não incorporaram integralmente esse aspecto de segurança que o produto proporciona. Observe-se, ainda, que o risco de crédito é do devedor e não do cedente/originador dos recebíveis. Nesse sentido, considera-se que há um espaço significativo para que as classificações dos fundos recebam uma avaliação mais adequada em função de suas estruturas mais robustas.

Além disso, os FIDCs permitem o acesso ao mercado de capitais por parte de companhias fechadas e até limitadas, ou mesmo o acesso de empresas que não possuem avaliação de crédito compatível com a demanda de mercado, mas que possuem ativos (recebíveis) com baixo risco de crédito e que podem ser cedidos.

Do ponto de vista do cedente, embora muitas vezes essa estrutura de garantias eleve o custo da captação por meio do FIDC, deve-se levar em conta o prazo mais longo proporcionado por esses fundos relativamente às linhas de crédito bancário, entre outras fontes de financiamento. Mesmo pagando uma taxa de juros diferenciada ao investidor, dentre outras razões por conta da complexidade da estrutura do fundo ainda ser equivocadamente associada a um risco maior, o cedente acaba diluindo o custo de captação pelo prazo em que o veículo fica ativo, assegurando um fluxo de recursos estável e mais diversificado para o financiamento de suas atividades.

Em relação aos títulos com lastro em crédito, o FIDC apresenta algumas vantagens. A primeira se refere à avaliação de risco (*rating*), que deve ser realizada trimestralmente até o vencimento do fundo, o que confere maior segurança e transparência ao produto, enquanto outros ativos com lastro nesses ativos só precisam apresentar o *rating* inicial. Outra diferença é a quantidade de prestadores de serviço monitorando a estrutura do FIDC – pelo menos cinco, enquanto em outros títulos de crédito esse trabalho é feito apenas pela companhia securitizadora.

Além de ter uma boa estrutura de governança, o FIDC tem algumas vantagens tributárias que podem proporcionar redução de custo para o cedente. Por exemplo, uma empresa bastante capitalizada que financie suas vendas com recursos próprios, terá todo o seu lucro tributado como pessoa jurídica (34%, no mínimo, sendo 25% de IR – Imposto de Renda – e 9% de CSLL – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido). No entanto, caso o sócio dessa empresa crie um FIDC para financiar as vendas, sendo o principal cotista do fundo, os ganhos serão tributados na pessoa física, com a alíquota de IR podendo chegar de 15%, caso as amortizações ou resgates de cotas ocorram em prazo superior a dois anos. Assim, é preciso perceber todas as vantagens que o produto pode proporcionar e não olhar apenas para os custos de estruturação.

Os FIDCs também podem ser utilizados por empresas que queiram antecipar receitas futuras, bem como por bancos médios que queiram se proteger no caso de uma crise de liquidez. Nessas situações, os bancos têm a alternativa de vender para o FIDC os créditos a receber de sua carteira. Após a crise de 2008, o FGC (Fundo Garantidor de Créditos) criou 32 FIDCs exclusivos, um para cada instituição, com o objetivo de dar liquidez a esses bancos, nos quais o FGC aportou um valor mínimo de 80% do valor dos ativos de crédito adquiridos como cota sênior, com os outros 20%, a título de cota subordinada, permanecendo com a respectiva instituição.

Alguns cedentes lembram que a captação do FIDC não representa uma emissão de dívida, mas uma importante fonte de financiamento de capital de giro – em alguns casos a antecipação dos recursos chega a 40 dias – e que, na maioria das vezes, não está sujeita à incidência de IOF sobre as operações de crédito. Dependendo dos critérios utilizados para reconhecimento dos ativos, a emissão do FIDC também pode ser utilizada para “limpeza do Balanço” (ver Seção 5.2.5), na medida em que pode permitir maior alavancagem financeira ao reduzir o ativo da empresa, por meio da venda de recebíveis, e também o seu passivo, ao evitar a emissão de dívida.

Diante da qualidade do produto, alguns agentes avaliam que há demanda por parte dos investidores, mas o número de emissões de FIDCs não tem acompanhado essa demanda. Dessa forma, consideram importante a ampliação da base de cedentes, evidenciando as vantagens dos FIDCs frente a outros produtos de captação, de forma a estimular o mercado primário, o que, conseqüentemente, também fomentaria o mercado secundário.

5.2.2. Processo de estruturação

Mais do que a estruturação de um instrumento financeiro, no caso do FIDC é preciso entender todo o

funcionamento operacional da empresa cedente, o setor econômico em que atua e todo o arcabouço regulatório a que está sujeita. Ao longo do tempo houve dois movimentos que afetaram receitas e custos dessas empresas, em sentidos opostos: o aumento da competição na estruturação dos fundos pressionou as taxas dos serviços para baixo, enquanto o processo de regulação elevou os custos ao exigir, dentre outras mudanças, maior segregação de funções.

O processo de estruturação do FIDC pode nascer de um banco de investimento, de um agente estruturador ou ainda de um gestor. Assim, apesar de, no processo formal, ser o administrador que escolhe o gestor a ser contratado, na prática, muitas vezes é este último que inicia o processo de estruturação. Atualmente, existem poucos agentes capazes de estruturar o produto, cujo ciclo é longo e o processo, praticamente individualizado. Os contratos de cessão de crédito geralmente são formulados pelo estruturador. Cedentes de grande porte, porém, acabam tendo maior participação na sua elaboração. Há, ainda, uma demanda por maior padronização dos contratos de cessão de crédito, mas parte dos agentes consideram essa tarefa de difícil implementação, em função das especificidades dos segmentos e dos direitos creditórios.

A partir de 2009, a edição da Instrução CVM nº 476 facilitou e estimulou as emissões de valores mobiliários com esforços restritos. No caso do FIDC, no entanto, mesmo nas emissões baseadas na Instrução CVM nº 476, o prazo para estruturação pode levar de dois a quatro meses. Primeiro é necessário contratar o custodiante, que deve possuir condições e sistemas adequados para fazer o controle necessário dos créditos. A partir daí, é preciso estruturar o produto, elaborar o regulamento e entender a demanda por parte do mercado investidor.

Assim, mesmo no caso das emissões por meio de esforços restritos, o tempo requerido para a estruturação de um FIDC tende a ser mais longo que o de outros instrumentos de dívida. Muitas vezes o cedente não pode esperar ou não precisa de um veículo que lhe permita manter o fluxo de recursos por um período mais longo, e acaba optando por outras formas de financiamento. Contudo, após a primeira emissão, as seguintes são relativamente mais rápidas. Dessa forma, de acordo com alguns entrevistados, enquanto não houver a compreensão por parte dos cedentes de que a estruturação de um FIDC requer um investimento inicial maior, inclusive de tempo, esses agentes não se beneficiarão das vantagens que o produto oferece.

5.2.3. Preço ou taxa de emissão

Passados treze anos do lançamento do seu marco regulatório, pode-se dizer que, de modo geral,

ainda hoje há um prêmio para o FIDC em relação às debêntures com o mesmo *rating*, por exemplo. Na avaliação de alguns agentes, isso ocorre porque não se consegue eliminar todos os riscos entre as partes envolvidas, uma vez que, no FIDC, existe o risco de continuidade do cedente e, por melhores que sejam os critérios de elegibilidade dos direitos creditórios, também pode ocorrer piora da carteira em função de problemas na cobrança.

A despeito da maior segurança do produto, com o risco muitas vezes pulverizado entre diferentes devedores, o fato de o FIDC normalmente apresentar taxas mais altas comparativamente a outros ativos de emissão privada, também é atribuído à baixa liquidez desses fundos. Vale notar, no entanto, que em mercados mais maduros, estruturas como o FIDC apresentam taxas de captação inferiores às das emissões de títulos de dívida (*bonds*), o que pode se tornar uma tendência para esse mercado no Brasil.

Outras questões relevantes para a formação do preço são a contabilização dos ativos, isto é, a que preço os direitos creditórios estão sendo adquiridos e qual é o tratamento da incidência do ágio na taxa de cessão dos créditos (ou deságio no preço que, na prática, representa uma antecipação de receita financeira ao cedente, implicando, também, redução da taxa de subordinação inicial, portanto, reduzindo a garantia da operação). Por exemplo, se um FIDC compra direitos creditórios com ágio de taxa equivalente a 110% do CDI, mas o sacado devedor pode pré-pagar o recebível pelo seu valor de face de 100%, o fundo pode registrar prejuízo caso o devedor decida antecipar o pagamento ou caso o cedente possa efetuar uma recompra dessa dívida, uma vez que os juros dos contratos de financiamento não serão totalmente transferidos para o FIDC, ou seja, a taxa de cessão foi diferente da taxa original do contrato de financiamento. Assim, saber qual é o ágio/deságio na compra do contrato é fundamental para o investidor.

5.2.4. Operações *off-balance* (ou “fora do balanço”)

Até 2011, antes da edição da Instrução CVM nº 489, um argumento utilizado para uma empresa ou banco ceder seus créditos para um FIDC era mostrar as vantagens das operações *Off-Balance*, que retiram do Balanço do cedente as obrigações relacionadas aos direitos creditórios cedidos. Dentre as vantagens para a empresa ou o banco, estaria a capacidade de alavancar seu capital sem comprometer os limites financeiros de endividamento que, porventura, deve observar. Essa estratégia de cessão, muito usada pelos bancos médios, usualmente era combinada com a subscrição das cotas subordinadas por parte do cedente (banco), que tratava contabilmente esse investimento como títulos e valores mobiliários, o que não exigia provisões em relação aos créditos cedidos, mas apenas a contabilização das cotas pelo seu valor de mercado. Esse procedimento, que podia gerar perdas

à empresa no caso de problemas com a cessão ao fundo, foi alvo de mudança na classificação e contabilização, tanto para o cedente, quando este for instituição financeira (Resolução nº 3.533, do CMN, e Circular nº 3.567/11, do Banco Central), quanto para os próprios FIDCs (tratada na Instrução CVM nº 489).

A partir da edição desses normativos, que seguem o padrão internacional de contabilidade (IFRS), as instituições financeiras e os FIDCs passaram a ter de considerar, para fins contábeis, a aquisição substancial ou não de riscos e de benefícios nas operações de crédito cedidas/adquiridas, realizando provisões para eventuais perdas em suas posições, na proporção dos riscos assumidos. Como a prática desse mercado é que o cedente adquira cotas subordinadas do fundo para o qual é feita a cessão, independentemente de haver coobrigação da instituição quanto aos créditos, os bancos médios, por exemplo, que atuavam fortemente nesse segmento, ficaram desestimulados a utilizar os FIDCs pela impossibilidade de retirar essas operações dos seus balanços.

Uma alternativa seria criar um grande volume de cotas mezanino para que o cedente ficasse com um volume pequeno de cotas subordinadas, de forma que o auditor aceitasse retirar esses créditos do Balanço. Atualmente, para estruturar esse tipo de operação e preservar o caráter *Off-Balance* da cessão, é necessário que os administradores, o auditor do fundo, o auditor da companhia, o coordenador líder da operação e as agências de *ratings* estejam de acordo em relação ao percentual de subordinação de cotas do fundo pelo cedente, o que não vem ocorrendo com frequência no mercado. Assim, colocam-se em lados opostos os auditores do cedente e os do fundo, dado que cada um tem uma perspectiva diferente quanto ao nível de subscrição de cotas subordinadas, menor para os primeiros e maior para os segundos.

5.3. Gestão

5.3.1. Seleção de ativos

A compra dos direitos creditórios em tranches é um procedimento habitual nessa indústria. A maior parte dos FIDCs, no entanto, é de gestão passiva, isto é, uma vez satisfeitos os critérios de elegibilidade definidos em regulamento, não há uma seleção dos direitos creditórios que compõem a carteira pelo gestor. Assim, quando o fundo recebe uma massa de direitos creditórios selecionada pelo cedente, há uma conferência do que está sendo entregue, mas o estruturador não vai à empresa cedente escolher os créditos. Na gestão ativa, há a seleção dos direitos creditórios e, nesses casos, pode-se cobrar uma taxa de performance, uma vez que essa atividade pode aumentar a rentabili-

dade do fundo. Já o monitoramento do comportamento das carteiras de recebíveis é sempre ativo, independentemente dos fundos terem como característica a gestão ativa ou a gestão passiva.

5.3.2. Precificação dos FIDCs

De modo geral, o preço utilizado é o valor contábil da cota divulgado pelo administrador. Dificilmente se vê um preço que efetivamente reflita negócios no mercado secundário, os quais, por sua vez, são bastante raros. Mesmo quando há negociação, não se observa uma contrapartida na formação do preço. A cota gerencial (contábil) do FIDC acaba ficando ao par, ou seja, baseada na curva definida a partir da taxa da emissão. Por exemplo: se a emissão foi feita a IPCA + 9% a.a. e hoje o mercado está negociando a cota a IPCA + 7% a.a., é preciso justificar por que o preço da compra no mercado secundário está acima da curva (a taxa é inversamente proporcional ao preço). Assim, a falta de referência de preço resultante de um mercado secundário quase que inexistente é um entrave para o desenvolvimento desse mercado, afastando, em particular, os investidores estrangeiros, que acabam por levar em consideração a baixa liquidez desse tipo de ativo no processo decisório de investimento. Para mudar este cenário, de acordo com os agentes, não basta apenas desenvolver metodologia para a precificação desses ativos. É necessário ampliar as emissões e a negociação de cotas, de forma que, em função do aumento do volume, o custodiante tenha segurança para cancelar os preços observados no mercado.

Além disso, o cenário de falta de liquidez, embora seja comum para os ativos de emissão privada no mercado brasileiro, é particularmente mais crítico no mercado de FIDCs, em que a demanda cresce mais rapidamente do que a oferta de novos fundos.

5.4. Avaliação de risco (*rating*)

De acordo com representantes de agências de risco, o FIDC é um dos produtos que requer uma análise de risco bastante detalhada e para o qual a diligência é extremamente importante. Para isso, é preciso que a agência de riscos conheça o custodiante, o administrador e o gestor, o que é facilitado no caso de existência de um relacionamento prévio. Também é preciso verificar a forma de cobrança dos direitos creditórios. Não é apenas a regulamentação que vai proteger o cotista, mas uma estrutura bem montada e a participação de *bons players* no produto, que já tenham experiência no segmento. O reforço de crédito ou a subordinação não evitarão problemas em caso de fraude ou problema de cunho econômico que crie uma ruptura na operação. Um produto cuja qualidade

da carteira dependa do cedente ou de outros participantes estarem funcionando não estará imune a problemas, independentemente do grau de subordinação, conforme avaliação dos entrevistados.

5.4.1. Subordinação

Um aspecto importante é saber com quem está a subordinação. Caso o próprio cedente venda suas cotas subordinadas no mercado secundário, pode deixar de haver um alinhamento entre o cedente e o cotista sênior. Dessa forma, segundo alguns entrevistados, é importante para o fundo manter o cedente como cotista subordinado. Eles sugerem que o investidor se preocupe com isso, exigindo que seja estabelecido um piso para a subordinação no regulamento do FIDC, sendo previsto um evento caso esse piso venha a ser atingido. Nesses casos, o investidor pode permanecer no fundo, se concordar com as razões apresentadas em assembleia para o cedente reduzir sua subordinação ou, caso contrário, sair do fundo. Essa questão é especialmente importante em um novo programa, no qual a presença do cedente é um forte sinal de alinhamento econômico. Nesse contexto, vem crescendo o interesse pela utilização de cotas mezanino, com diferentes níveis de subordinação.

5.4.2. Inadimplência

Existem várias formas para se calcular a inadimplência. Alguns administradores calculavam a parcela em atraso em relação ao patrimônio líquido do fundo, ou por faixas de atraso, baseados na Resolução nº 2.682, do CMN. Nestes casos, no entanto, não se está levando em consideração o chamado “efeito vagão”, ou seja, a situação em que, entre os créditos adquiridos, podem constar apenas três parcelas em atraso no histórico do cliente, mas ignora-se o restante do contrato, sem considerar se faltam seis ou 60 parcelas a vencer. De acordo com o art. 13 da Instrução CVM nº 489, a perda de um mesmo devedor “deve ser mensurada sobre todo o fluxo de caixa esperado desse devedor”. Já a Diretriz de Provisionamento da ANBIMA³¹ prevê que, caso o administrador opte pela análise individualizada dos direitos creditórios, o “efeito vagão” deverá ser aplicado aos demais direitos creditórios em outros FIDCs administrados pela instituição. Nesse sentido, a criação de métricas para fazer esse cálculo e poder estabelecer parâmetros de comparação, inclusive entre estruturas de fundos de mesma natureza e em diferentes países, deve contribuir para aperfeiçoar a avaliação de risco e, assim, reduzir custos.

31. Disponível em: http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Documents/Diretriz_de_Provisionamento_de_FIDC.pdf.

5.4.3. Substituição do lastro (“revolvência”)

No Brasil, a maioria dos FIDCs prevê a substituição do lastro (revolvência), isto é, a aquisição de novos direitos creditórios quando o seu vencimento ocorre antes do vencimento do FIDC (no caso de fundos fechados). Do ponto de vista da avaliação de risco, ao contrário de uma carteira estática, em uma carteira revolvente, mesmo observando-se os critérios de elegibilidade definidos em regulamento, não há como garantir a manutenção das mesmas práticas de originação e, portanto, do comportamento de inadimplência.

Além disso, todo o excedente financeiro gerado nos períodos em que não haja amortização de cotas pode ser objeto de reinvestimento em novos recebíveis. Os FIDCs de veículos, por exemplo, preveem parcelas com pagamentos mensais, de forma que, sempre que o ingresso de recursos supera o das despesas ou amortizações no período, o excesso de caixa é utilizado para adquirir mais créditos. Nesses casos, é mais difícil perceber um aumento da inadimplência. Se há um aumento de risco para o cotista sênior, que pode exigir uma taxa mais elevada em função dessa condição, do ponto de vista do cedente a revolvência permite o acesso a uma “linha de crédito” em bases estáveis, justificando o pagamento de um prêmio maior.

Em outros países, ocorre o contrário, ou seja, a maior parte das carteiras é estática e não há revolvência. Este é o caso, por exemplo, das companhias securitizadoras, que emitem um título de securitização (por exemplo, o CRI) e cedem para a carteira do FIDC. Nesses casos, para gerar novos créditos é preciso fazer uma nova emissão.

Como o *rating* avalia a capacidade de pagamento até o vencimento do FIDC, a revolvência (substituição dos direitos creditórios) aumenta o risco do fundo em comparação a uma carteira estática. Assim, se a qualquer momento o estruturador alterar os critérios de elegibilidade dos direitos creditórios, a avaliação de risco do FIDC pode ser afetada.

5.4.4. Recompra

Além da substituição do lastro em função do seu vencimento (“revolvência”), muitas vezes o que se observou, no início da indústria de FIDCs, foi a prática da recompra de recebíveis por parte do cedente para reduzir o comportamento de inadimplência do fundo. A substituição pode se dar de forma compulsória, quando, por exemplo, algum evento de inadimplência afete a subordinação mínima e o cedente tenha que recomprar o crédito inadimplido para reestabelecer a subordinação mínima, o

que, por sua vez, caracterizaria um mecanismo indireto de retenção de riscos e benefícios por parte do mesmo. Mas a recompra do lastro também pode ser voluntária, por exemplo, com o objetivo de reduzir a inadimplência ou em função de defeito ou devolução de mercadoria. O efeito financeiro é o mesmo, mas o problema é a transparência desse processo. Muitas vezes, as agências de risco solicitam informações sobre como seria o nível de inadimplência caso a recompra não tivesse ocorrido.

Antes da Instrução CVM nº 489, havia, inclusive, a possibilidade de recompra apenas das parcelas inadimplentes, com a reversão da provisão e a regularização das obrigações do fundo. A utilização recorrente desse artifício contábil representava um risco importante, uma vez que o índice de subordinação poderia parecer suficiente, levando, inclusive, ao resgate de cotas subordinadas excedentes por parte do originador.

5.4.5. Outros aspectos avaliados pelas agências de risco

Conforme descrito no Capítulo 2, além da inadimplência, outros aspectos podem influenciar a avaliação de risco do FIDC: a cessão parcial dos créditos, que traz dificuldades de natureza contábil; a possibilidade de pré-pagamento, uma vez que manter recursos em caixa compromete a rentabilidade do FIDC; e o descasamento da taxa de juros, neste último caso, somente quando ocorre significativa alta de juros. No entanto, de forma geral são a estrutura e a transparência da operação que contribuem para uma boa avaliação do fundo.

As agências de risco avaliam a classe do ativo e o próprio direito creditório que será adquirido pelo FIDC, bem como se a estrutura do fundo está ou não agregando risco ao investimento, uma vez que podem existir arbitragens entre as estruturas do FIDC e a de outros ativos utilizados na securitização de recebíveis que, em alguns casos, não contam com provisionamento.

Além da separação mais clara de funções e responsabilidades, trazida pela Instrução CVM nº 531, três aspectos têm tornado as estruturas mais transparentes: a definição do período de revolvência; a cessão integral do contrato – a C3 limitou a modalidade de cessão parcial, por conta da necessidade de registro do contrato integral no sistema em um único nome³² –; e a cessão dos direitos creditórios pelo valor de face, pela taxa do contrato, sem ágio.

32. Sobre a C3, ver Seção 5.7.2.

5.5. Investidores

Na visão dos investidores, o FIDC requer um trabalho rigoroso de análise, o que pode desestimular maior alocação de recursos no produto, caso não haja uma área especializada nesse tipo de operação. O maior esforço de análise por parte do investidor muitas vezes resulta em demanda por uma taxa de retorno mais elevada. Nesse sentido, uma eventual padronização do FIDC, inclusive por autorregulação, é citada como alternativa para a redução de custos. Atualmente, os principais investidores do FIDC são gestoras de recursos (*assets*), investidores institucionais e o segmento Private. Para que o produto seja ofertado aos investidores do varejo, alguns agentes entendem que a disponibilidade de informação deveria ser ampliada, e suas cotas, preferencialmente, negociadas em bolsa. Adicionalmente, foi sinalizada a necessidade de as agências de risco avaliarem e informarem a evolução do risco operacional do originador, por meio do relatório trimestral.

5.5.1. FIC-FIDC

Atualmente, os gestores de recursos utilizam fundos das categorias Referenciados DI, Renda Fixa e Multimercados para a aquisição de cotas de FIDC. Isso porque a estruturação de um FIC-FIDC exigiria manter 95% do seu patrimônio líquido composto por cotas de FIDCs. Além de não haver demanda para esse tipo de produto, poderia haver um problema de liquidez, caso os FIDCs adquiridos vencessem e não existissem produtos para recompor esse percentual. Isso não acontece em um fundo de Renda Fixa, por exemplo. Para esses fundos, o limite para aquisição é de até 20% ou 40% do PL, se o fundo for destinado exclusivamente a investidor qualificado³³. Embora, atualmente, não exista oferta de fundos que pressione esses limites, eles podem vir a representar um entrave para clientes que buscam retornos elevados e só conseguem encontrá-los nos FIDCs. Nesses casos, mesmo com pouca oferta, é preciso usar o FIC-Multimercados, “Exclusivos” ou destinados a investidores profissionais, que estão dispensados desses limites³⁴.

Além disso, a exigência para um agente atuar como gestor de FIC-FIDC é muito maior. Nesse caso, é preciso constituir uma área de análise dedicada, com relatórios diferenciados, como os requeridos pela Instrução CVM nº 489, publicados mensalmente. É necessário, ainda, acompanhar as diversas operações de securitização, “empacotar” cotas de diferentes FIDCs e oferecer, como um valor mobiliário cuja cota seja negociável. Na avaliação de alguns gestores, primeiro é preciso desenvolver a oferta primária de FIDCs. Com maior oferta de produtos, é possível que haja maior espaço para o FIC-FIDC.

33. Veja Capítulo 4, Quadros 4.4.1 e 4.4.2.

34. Idem.

5.5.2. Fundos de pensão (EFPC – Entidades Fechadas de Previdência Complementar)

Em função do elevado volume de recursos que administram e sua natureza de longo prazo, os fundos de pensão são reconhecidos como investidores importantes para o desenvolvimento de qualquer mercado ou ativo financeiro. No entanto, muitos deles ainda não têm atuado de forma relevante no mercado de FIDC. Além da retração da indústria nos últimos anos, algumas questões específicas contribuem para explicar esse comportamento.

A primeira diz respeito à regra de diversificação de risco estabelecida pela Resolução CMN nº 3.792, segundo a qual uma EFPC não pode adquirir mais do que 25% do patrimônio líquido de um mesmo fundo. Muitas vezes essa regra torna baixo o valor a ser investido, não justificando os esforços para a análise e acompanhamento do produto, principalmente para os FIDCs de patrimônio mais baixo. Dessa forma, esses investidores geralmente adquirem cotas de FIDC por meio de gestores de recursos, que distribuem os recursos entre diferentes fundos, viabilizando a alocação dos fundos de pensão em FIDCs. Assim, são poucos os casos em que o investimento direto em FIDCs por parte de um fundo de pensão é efetivamente relevante.

No caso específico dos FIDCs de infraestrutura, estruturados com base na Lei nº 12.431, ao contrário das pessoas físicas e investidores não residentes que gozam de isenção de IR, não há, para os participantes das EFPCs, nenhum incentivo fiscal. Além disso, há maior demanda desses investidores por ativos indexados à inflação, sendo poucos os FIDCs cujas cotas tenham como *benchmark* o IPCA. Normalmente a remuneração dos FIDCs é baseada em taxa de juros (DI), tendo em vista a natureza da remuneração dos direitos creditórios. Embora o uso de derivativos possa mitigar esse descasamento, muitas vezes ele encarece o produto, tornando-o inviável.

Outra questão que limita a aquisição de FIDCs pelos fundos de pensão se refere à ausência de previsão expressa na Resolução CMN nº 3.792, que dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos das EFPCs, autorizando a aquisição de cotas de FIDC-NP, o que gera dúvidas no mercado sobre essa possibilidade (ver Seção 5.8.6).

5.5.3. Investidores estrangeiros

De acordo com alguns entrevistados, a demanda dos investidores estrangeiros por FIDCs diminuiu, o que em alguma medida pode ter sido influenciado pela elevação, de 0% para 6%, da alíquota do IOF incidente sobre as aplicações de não residentes nesses fundos, em outubro de 2010. Apesar do retorno à alíquota 0%, em junho de 2013, mudanças regulatórias (longo processo de audiência pública da Instrução CVM nº 531), inclusive de natureza tributária, juntamente com a elevada incerteza quanto à variação cambial, acabaram inibindo um maior direcionamento de recursos para os FIDCs por parte dos investidores não residentes.

Embora alguns *hedge funds* estrangeiros adquiram cotas mezanino com rentabilidade mais elevada, em função de questões de mercado, de liquidez e da complexidade do produto, muitas vezes a remuneração adicional paga pelos FIDCs não justifica um investimento relevante nessas cotas subordinadas. Esse cenário é agravado com a isenção de IR sobre os rendimentos auferidos por investidores estrangeiros em títulos públicos federais, bem como pelo elevado nível da taxa de juros doméstica, que tornam pouco atrativos os ativos de crédito privado, cujo *spread* em relação ao título soberano não compensa o diferencial de risco e/ou complexidade desses ativos, em especial os que não contam com benefício fiscal.

5.6. Fomento mercantil (*factoring*)

Embora o fomento mercantil (*factoring*) contribua para a liquidez de pequenas empresas não atendidas pelo mercado de crédito bancário, a atividade não é regulamentada, ainda que exista há quase 20 anos um Projeto de Lei com este objetivo. Essa situação, segundo agentes de mercado, gera insegurança sobre o que essas empresas podem ou não fazer, prejudicando a atividade e a imagem deste segmento complementar ao mercado de crédito, originador de direitos creditórios.

Nesse contexto, utilizar a estrutura de um FIDC multicedente/multissacado para “empacotar” e trazer para um ambiente regulado a atividade de *factoring* foi a solução encontrada por algumas dessas empresas. A utilização do FIDC também foi motivada por razões fiscais, uma vez que a incidência do IR e da Contribuição para o PIS/Cofins se dá sobre o faturamento dessas empresas e não sobre o *spread* das operações de crédito, como ocorre no caso das instituições financeiras. Assim, a não incidência desses tributos sobre os FIDCs tornou o produto uma alternativa interessante, especialmente considerando que os excessos de *spreads* absorvidos pelas cotas subordinadas normalmente ficam com os próprios cedentes (sócios da *factoring*).

A avaliação dos agentes é de que as *factorings* não são concorrentes das instituições financeiras, mas atuam de forma complementar. Note-se que a concentração bancária ocorrida nas últimas décadas afastou as instituições de *middle-market* do mercado de crédito, as quais atendiam pequenas e médias empresas. Dessa forma, as *factorings* têm ocupado esse espaço por meio de FIDCs, que prestam serviços para esses clientes de forma mais ágil e descentralizada, tendo cumprido um importante papel por ocasião da forte restrição ao crédito observada em 2008 e 2009.

Além disso, o crescimento da atividade por meio da utilização dos FIDCs, responsável pelo aumento observado do patrimônio líquido do tipo FIDC Fomento Mercantil, de R\$ 3,4 bilhões, no início de 2011, para R\$ 8,7 bilhões no final de 2014, tem representado um aumento da demanda por serviços bancários, como de administração, custódia, entre outros. Cabe observar, no entanto, que as regras estabelecidas pela Instrução CVM nº 531 tornaram mais custosa a atividade de custódia para esse segmento, especialmente no que se refere ao acompanhamento do lastro e origem do crédito, inviabilizando estruturas menores.

Outro grande movimento de mercado advindo da entrada em vigor da Instrução CVM nº 531 foi a transformação de algumas *factorings* em gestores de recursos registrados na CVM. Tal fato é de fundamental relevância, pois muitas das *factorings* atuavam, até então, apenas como consultores de investimento. O registro das *factorings* na CVM como gestores de recursos passou a permitir que o escopo da regulamentação do mercado de valores mobiliários e, conseqüentemente, a atuação da fiscalização daquela Autarquia, passasse a alcançar também essas empresas.

5.7. Questões operacionais

5.7.1. Acesso às informações

Segundo os agentes entrevistados, atualmente, acessar informações sobre uma determinada operação não é uma tarefa trivial. Não há um sistema que consolide as informações de forma estruturada, minimizando tempo e conferindo segurança ao monitoramento do FIDC. Assim, para se obter uma informação é preciso recorrer ao administrador ou ao gestor, que, por sua vez, pode ter que recorrer ao custodiante. Como não há um sistema ou um processo único no qual, por exemplo, o auditor possa buscar informações, em geral a auditoria do FIDC é realizada diretamente junto ao custodiante. Nesse sentido, alguns sugerem a construção de uma plataforma tecnológica que consolide informações sobre os FIDCs, com o objetivo de otimizar os controles e o monitoramento desses fundos, uma vez que os processos manuais ampliam os riscos operacionais e os custos para a custódia. Por vezes esses cus-

tos inviabilizam algumas estruturas ou as tornam muito caras. A avaliação é de que no novo ambiente regulatório serão necessários investimentos para reduzir custos, aumentar a eficiência e produtividade, de forma a viabilizar os FIDCs de menor porte, mas isso requererá um prazo maior de adequação.

Como referência, foi citada a existência, no mercado internacional, da figura do *master servicer*, agente responsável por coletar todos os dados da operação e preparar um relatório que pode ser acessado por todos os agentes envolvidos e que contém, além de informações do fundo, as elaboradas pela auditoria. Trata-se de uma atividade independente, exclusivamente administrativa, que não exerce nenhuma influência nos critérios de elegibilidade dos ativos da carteira, de venda de cota, entre outros requisitos do negócio. No Brasil, o agente fiduciário, que nem sempre é utilizado pelos FIDCs, seria o mais próximo, mas não desempenha a mesma função, na medida em que o seu foco de análise e acompanhamento são os ativos e as estruturas de garantia, que não esgotam as possibilidades de problemas no fundo, como, por exemplo, o acompanhamento do valor e das condições de cessão dos direitos creditórios, a inadimplência, as condições de recompra, entre outros.

Alguns agentes consideram, contudo, que para o acompanhamento do FIDC não é necessário um grande volume de informações. Nesse caso, citam o conceito do *Trustee Servicing Report*, que elabora um relatório sintético com os dados básicos, como classe das dívidas adquiridas, amortizações do período, inadimplência, pré-pagamento, alocação do caixa e pagamentos das despesas.

Apesar de reconhecerem os avanços no acesso às informações dos FIDC, alguns agentes avaliam que a regulação ainda não exige a disponibilização dos contratos de cessão para análise, que consideram o documento mais importante na estruturação do FIDC, uma vez que desse contrato constam os cálculos do valor presente dos créditos a serem adquiridos.

No entanto, o principal desafio é prover informações consolidadas sobre os FIDCs e sobre a estrutura de securitização, em particular, de forma a contribuir para a tomada de decisão. Segundo os agentes, a chave para esse desenvolvimento está na tecnologia e na utilização de ambientes eletrônicos, ainda que os custos, muitas vezes, possam representar obstáculos importantes nesse processo. A norma que autoriza a divulgação de fatos relevantes por meio eletrônico (Instrução CVM nº 547), reduzindo custos, é um passo nesse sentido, mas o desenvolvimento de outras tecnologias ainda será necessário para ampliar a securitização por meio dos FIDCs e não deveria depender apenas de indução regulatória.

Nesse sentido, e atendendo a solicitação do próprio mercado, a ANBIMA está desenvolvendo um projeto para o fortalecimento de sua base de dados sobre FIDCs. A nova base, mais robusta, deverá

ser disponibilizada no segundo semestre de 2015, e tem o objetivo de assegurar aos participantes do segmento acesso a um amplo espectro de informações, de forma a permitir a elaboração de análises e a comparação entre as diferentes estruturas de FIDC.

Entre as informações sistematizadas estarão prazo de duração do fundo, metodologia de cálculo da taxa de administração, tipo de cessão, possibilidade de recompra, coobrigação, período de divulgação da cota, existência de subordinação mínima inicial, natureza do direito creditório, originador, cedente e sacado, inclusive com a classificação de tipo. Em relação às classes (series/cotas) serão disponibilizados a ordenação das séries e subordinação das classes, o vencimento de classes/séries, nomes dos coordenadores da oferta, tipo da oferta e distribuição, rendimento alvo, valor das cotas ofertadas, entre outras.

5.7.2. Prestadores de serviços

No que se refere ao registro e à custódia, a avaliação dos agentes é de que houve evolução com a Instrução CVM nº 531. No início, o administrador registrava o direito creditório no terminal da Cetip e o registrador fazia a guarda dos documentos. A Cetip, que fazia o processo de verificação por amostragem, passou a auditar todos os contratos para saber se o crédito existe e está endossado, conforme disposto no seu próprio manual. A partir da Instrução CVM nº 542, que substituiu a Instrução CVM nº 89, todo direito creditório passou a ter que dispor de um custodiante específico, reduzindo o risco de fraude. Nesse contexto, a Instrução CVM nº 542 permitiu transformar em custodiante todas as entidades que tivessem a condição de agente de custódia na BM&FBovespa, em sua maioria Corretoras, fazendo surgir de uma só vez cerca de 80 custodiantes.

5.7.3. Tecnologia e sistemas

Conforme descrito no início dessa seção, os avanços tecnológicos são vistos como chave para o desenvolvimento deste mercado, e alguns já vêm ocorrendo nos últimos anos. Apresentamos a seguir os principais avanços recentes nesse campo, na visão dos agentes desse mercado.

NF-e (Nota Fiscal Eletrônica)

O documento comprobatório dos direitos creditórios representou um importante avanço no processo de securitização no âmbito do novo arcabouço regulatório. Ainda que tenha exigido a adequação

de sistemas e um trabalho operacional significativo, a adoção da NF-e acabou conferindo maior segurança para a estrutura do FIDC, ao assegurar que o direito creditório foi originado e ao permitir o envio das notas pelos originadores dos créditos diretamente para os custodiantes. No entanto, apesar da facilidade de circulação da documentação e do conforto das partes envolvidas em ter uma comprovação da operação, foi observado que a possibilidade de a NF-e ser cancelada após a sua emissão não elimina integralmente o risco das operações com os respectivos créditos.

Digitalização de contratos

A digitalização dos direitos creditórios tem facilitado a utilização, envio e controle desses ativos. No entanto, ela não elimina a necessidade de guarda física dos documentos, pois, em algumas situações, como a execução judicial, há a necessidade de apresentação do documento físico original.

C3 (Central de Cessões de Crédito)

Conforme mencionado no Capítulo 2, em 2011 a CIP (Câmara Interbancária de Pagamentos) lançou a C3 com o objetivo de assegurar a centralização das informações das operações de cessão de crédito, efetuadas no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, de forma que um mesmo contrato não pudesse ser cedido mais de uma vez ou oferecido como lastro em mais de uma operação, o que conferiu mais segurança ao mercado.

Atualmente, todas as cessões de crédito entre bancos devem ocorrer na C3, sistema considerado sistemicamente importante pelo Banco Central. A Central permite às Instituições Financeiras registrar suas operações de cessão, efetua o bloqueio de contratos de crédito e coordena a EcP (entrega contra pagamento) dessas cessões. Após o registro dos contratos ou das parcelas de crédito pelas instituições que desejam cedê-los na C3, cabe às partes, por meio de duplo comando, informar sobre os termos da cessão para que ocorra a liquidação financeira das operações pelo valor bruto (mas não dos contratos) e, em seguida, a troca da titularidade da carteira de crédito.

Os contratos submetidos ao processo de validação e monitoramento na C3 que estejam consistentes e sem restrição são considerados aptos para a negociação na Câmara. Já aqueles que apresentam inconsistências ou restrições ficam inabilitados até que as mesmas sejam sanadas. Assim, a C3 mitiga risco ao garantir que, em caso de problema com o cedente, o administrador tenha o ativo em sua guarda. Por fim, a C3 faz interface com a CTC (Central de Transferência de Crédito), serviço eletrônico da CIP que centraliza a troca de informações sobre a portabilidade dos contratos de crédito celebrados entre instituições financeiras e pessoas naturais, conforme estabelecido na Resolução nº 4.292/13, do CMN, de forma que os contratos portados na CTC ficam inabilitados pela C3 para negociação na Câmara.

Assim, a C3 evita, por exemplo, que um contrato de financiamento de veículo atrelado a um chassi, seja gravado para outro credor. Alguns usuários ainda consideram o custo elevado e que as cessões por meio do sistema ainda precisam de aperfeiçoamentos operacionais com objetivo de reduzir o risco para as instituições envolvidas. Para outros, no entanto, os benefícios superam os custos, refletindo-se em menores taxas de emissão, com a atração de novos investidores e ampliação das ofertas para atender o aumento da demanda.

5.7.4. Inovações operacionais e financeiras

Por ser considerado um produto ainda relativamente novo, com pouco mais de 10 anos de existência, frequentemente surgem inovações operacionais e financeiras que são replicadas na própria indústria ou até mesmo incorporadas pela regulamentação. Um exemplo foi a transferência da posse do direito creditório, do cedente para o custodiante, praticada pelo FIDC Driver One antes mesmo da edição da Instrução CVM nº 531. Além disso, o uso de derivativos para proteção a variações inesperadas de indexadores ou mesmo em função do descasamento de prazos e taxas tem sido crescente. Outras inovações têm sido utilizadas para redução de riscos, de custos ou aumento da rentabilidade do fundo. Elencamos abaixo algumas das práticas utilizadas com esses objetivos:

- *Escrow Account*: com o objetivo de mitigar o risco de fungibilidade dos recursos, a Instrução CVM nº 531 estabeleceu, entre as obrigações do custodiante, cobrar e receber, em nome do fundo, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos diretamente em conta de titularidade do fundo ou em conta especial instituída pelas partes junto a instituições financeiras (*escrow account*). Assim, as contas de água emitidas pelas companhias de saneamento cedentes de FIDC, que até então ficavam com a própria empresa, passaram a ser repassadas de forma eletrônica para o custodiante. Nos FIDCs nos quais é utilizada a *escrow account*, o pagamento das contas cedidas vai diretamente para conta do fundo. Vale registrar que, embora a *escrow account* seja de titularidade da cedente, o domínio sobre a movimentação dos recursos que transitam sobre essa conta fica a cargo do custodiante do FIDC. De forma a mitigar completamente o risco de fungibilidade, no entanto, na avaliação de algumas agências de risco o mecanismo deve contemplar, também, os casos de pré-pagamento e dos pagamentos em atraso dos direitos creditórios;
- Definição de *triggers* (gatilhos) para evitar a alteração do índice de subordinação: quando a inadimplência cresce a ponto de disparar o gatilho, ocorre o aumento da amortização das cotas

- seniores, ou seja, a subordinação aumenta com a inadimplência. Caso a inadimplência esteja dentro do padrão, a amortização é mantida proporcionalmente ao índice de subordinação estabelecido;
- Cláusula de *clean up call*: opção de recompra total das cotas caso o Patrimônio Líquido do FIDC fique abaixo de 10% do valor de emissão, caso em que o custo pode não compensar manter o fundo em funcionamento;
 - Aumento do período de duração do *bookbuilding*, com leilão holandês, com o objetivo de aumentar a pulverização e dar transparência à distribuição de cotas;
 - Aperfeiçoamento nos critérios de elegibilidade dos direitos creditórios a partir de informações geradas por sistemas informacionais integrados, como o SAP³⁴;
 - Aperfeiçoamento nas metodologias de teste de estresse, validados por consultorias especializadas.

5.8. Questões regulatórias

A edição da Instrução CVM nº 531, considerada uma resposta aos problemas ocorridos na indústria, exigiu um grande esforço de adaptação por parte do mercado, o que desestimulou emissões já na Audiência Pública da norma, que teve início em julho de 2012. De acordo com relatos dos agentes, a maior parte dos encerramentos/cancelamentos de FIDCs ocorridos logo após a edição da Instrução decorreram da dificuldade de se alterar interações operacionais entre o administrador e o cedente e extinguir os conflitos de interesse que motivaram a norma.

Do ponto de vista jurídico, a visão é que hoje se tem um arcabouço regulatório robusto, com o FIDC funcionando bem, inclusive em situações de estresse. Mas pelo fato de o FIDC ser um produto muito regulado e a Instrução CVM nº 531 ter ampliado esse aspecto, houve perda de flexibilidade, algumas vezes inibindo estruturas que ajudariam a alavancar o mercado e que poderiam financiar os originadores, oferecendo também uma opção diferenciada aos investidores para a aplicação dos seus recursos. Nesse sentido, foram citados exemplos de fundos similares no mercado internacional que contam com maior flexibilidade, como na definição de *benchmarks* variáveis e criação de séries ou classes com *benchmarks* distintos.

Vale registrar, ainda, que o art. 1º da Instrução CVM nº 555, normativo que regulamenta a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento

34. SAP – *Software* de gestão de empresas, com aplicativo padrão para processos de negócios em tempo real, desenvolvido pela empresa alemã SAP.

e que entra em vigor em 1º/7/2015, dispõe que aquela norma “se aplica a todo e qualquer fundo registrado junto à CVM, devendo ser observadas as regras específicas a cada fundo”. Dessa forma, surgiram dúvidas quanto à aplicação de alguns dispositivos da Instrução CVM nº 555 aos FIDCs, que devem ser esclarecidas pelo mercado junto à CVM³⁵.

5.8.1. Emissões com esforços restritos (Instrução CVM nº 476)

A edição da Instrução CVM nº 476 (oferta com esforços restritos), em 2009, facilitou a oferta de FIDCs fechados, uma vez que dispensa diversos requisitos relacionados à oferta pública, previstos na Instrução CVM nº 400. Desde então, conforme mostram os dados apresentados no Capítulo 3, a utilização desse mecanismo vem sendo crescente, tendo representado 51,9% do número e 69,2% do volume do total de ofertas registradas em 2014. Vale notar que a flexibilização dos critérios para utilização da Instrução CVM nº 476, ocorrida em 2014 com a edição da Instrução CVM nº 551, que aumentou de 20 para 50 o número máximo de investidores que podem subscrever ativos emitidos com base nessa modalidade, deve favorecer ainda mais a utilização desse mecanismo de oferta.

Dessa forma, exceto pela maior transparência, não há estímulo para a emissão de FIDCs por meio da Instrução CVM nº 400, uma vez que o mercado ainda é concentrado, com poucos investidores. Diante desse contexto, encontra-se em discussão a possibilidade de autorregular os critérios para a divulgação do material técnico que substitui o prospecto, dispensado pela Instrução CVM nº 476, de forma a assegurar informações mínimas sobre a oferta. Dado que as ofertas de FIDC devem seguir a Diretriz de Publicidade de Fundos da ANBIMA, essas exigências seriam adicionais.

5.8.2. Adequação ao perfil do investidor (*suitability*)

Embora a mudança das regras e dos limites mínimos para investimentos em valores mobiliários pela Instrução CVM nº 554³⁶ tenha o potencial de limitar a aquisição do produto, a avaliação dos agentes é de que o impacto não deverá ser significativo sobre o mercado de FIDCs. Isso porque esses fundos somente podem receber aplicações de investidores qualificados³⁷, já sendo, dessa forma, direcionados, em boa parte, a investidores de elevado poder aquisitivo pertencentes a *family offices* e ao segmento Private.

35. Durante a redação desta publicação, o assunto estava sendo discutido entre a ANBIMA e a CVM.

36. Elevou-se de R\$ 300 mil para R\$ 1 milhão o valor mínimo para o investidor qualificado e criou-se a figura do investidor profissional, cujo investimento mínimo deve ser de R\$ 10 milhões.

37. Instrução CVM nº 356, art. 3º.

Cabe lembrar, no entanto, que a indústria vem operando majoritariamente com base em emissões com esforços restritos (Instrução CVM nº 476) e que, de acordo com a alteração promovida pela Instrução CVM nº 554, a partir de 1/7/2015 essas ofertas somente poderão ser destinadas a investidores profissionais, o que, além dos investidores institucionais, inclui as pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões³⁸, e não mais os investidores qualificados, ainda que lhes seja facultada a negociação, no mercado secundário³⁹, de cotas de fundos emitidos com esforços restritos. Embora, para as pessoas físicas, esse valor possa ser considerado elevado, cabe notar que a distribuição de cotas de FIDCs para esses investidores geralmente se dá por meio de fundos de investimento, já classificados como profissionais, de acordo com a nova regra.

5.8.3. Limites para aquisição por fundos de investimento

Embora esse tema não tenha sido objeto de discussão ou priorizado durante o recente processo de Audiência Pública da regulamentação dos fundos de investimento, que resultou na publicação da Instrução CVM nº 555, alguns agentes sugeriram a ampliação dos limites para a aquisição de cotas de FIDC por fundos de investimento, conforme pleito enviado pela ANBIMA à CVM em 10/7/2014⁴⁰, solicitando que as aplicações em FIDCs fossem tratadas separadamente do limite aplicável aos demais fundos de investimento. Atualmente esse limite é de 20%, podendo ser de 40%, caso o fundo seja classificado como “crédito privado” ou, a partir de 1/7/2015, de acordo com a Instrução CVM nº 555, se o fundo for destinado exclusivamente a investidor qualificado. Vale notar que os fundos que buscam retornos elevados (*high yield*), combinando aplicações em FIDCs com títulos de empresas de capital fechado, utilizam todo esse limite.

5.8.4. Contabilização / provisionamento

A partir da edição da Instrução CVM nº 489, que dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos FIDCs, o tratamento contábil da carteira de crédito passou a obedecer regra específica, com a aplicação dos critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração dos ativos e passivos com base naquela Instrução e de acordo com metodologia estabelecida pelo administrador, devendo ser aprovada por auditoria. Na avaliação dos agentes, embora,

38. Instrução CVM nº 476, art. 2º e Instrução CVM nº 539, art. 9-A.

39. Por exemplo, Ofícios-Circulares CVM/SIN nº 5 e 6, de 2014.

40. Ofício DIR nº 22/2014.

no primeiro momento, a norma tenha imposto desafios e demandado adaptação, representou, na prática, uma evolução com potencial para fortalecer esse mercado. Um ponto positivo foi a maior transparência das informações, com a reformulação dos Informes Mensais.

De acordo com alguns agentes, no entanto, os critérios de provisionamento ficaram muito subjetivos e os auditores estão bem mais criteriosos na sua análise, que deve ser fortemente embasada. Um aspecto sensível desses informes são as PDD (Provisões para Devedores Duvidosos), especialmente quanto ao comportamento da carteira de direitos creditórios com aquisição substancial dos riscos e benefícios. Isso porque os auditores, com base na Instrução CVM nº 489, passaram a analisar a justificativa dada pelos administradores para as provisões realizadas.

A título de exemplo, antes da Instrução CVM nº 489, quando havia uma parcela em atraso, conforme previsto na Resolução CMN nº 2.682, normalmente só se fazia a provisão daquela parcela levando-se em conta o tempo em atraso. Já de acordo com os critérios estabelecidos pela Instrução CVM nº 489, uma parcela em atraso compromete todo o fluxo de pagamento, levando à provisão para a totalidade do crédito. No entanto, salvo se o regulamento do FIDC estabelecer uma regra para provisão, cada administrador utiliza sua própria metodologia. Em um deles, por exemplo, o provisionamento começa a ser feito a partir de 15 dias de atraso e atinge 100% daquela operação de crédito, caso o atraso chegue a 45 dias.

Em função disso, surgiu o interesse em criar um padrão para se evitar a arbitragem entre fundos na utilização desses critérios. Nesse sentido e com o objetivo de promover a padronização das metodologias utilizadas, a ANBIMA, com a contribuição do Ibracon, elaborou uma Diretriz de Provisionamento. A Diretriz, aprovada em junho de 2014, norteia os princípios gerais e aplica-se a todos os FIDCs, que devem registrar seus Manuais na ANBIMA, além da disponibilizar uma versão simplificada no site da instituição. Com o objetivo de auxiliar na elaboração desses manuais, o Comitê de FIDC da ANBIMA pretende analisar todos os documentos e elaborar um guia de melhores práticas. Alguns agentes acreditam, contudo, que, para haver uma padronização dos procedimentos, é preciso criar um modelo estatístico de avaliação da carteira e gerar parâmetros de provisionamento.

5.8.5. FIDC- NP (não padronizado)

Os agentes consideram necessário reavaliar o tratamento conferido ao FIDC-NP, inclusive no que se refere à flexibilização da aplicação de recursos nesses fundos por parte de diversos investidores institucionais, incluindo as EFPCs (Entidades de Previdência Complementar Fechadas), as EAPCs

(Entidades de Previdência Complementar Abertas)⁴¹, os fundos de investimento, bem como os RPPS (Regimes Próprios de Previdência Social). A avaliação é de que os FIDC-NPs não são necessariamente mais arriscados do que um FIDC “padronizado”, uma vez que a estrutura de garantias do FIDC-NP pode mitigar o risco de performance dos direitos creditórios e que esses fundos devem observar as mesmas regras de diligência estabelecidas pela Instrução CVM nº 356.

Também foi sugerido que a classificação FIDC-NP deveria ser aplicada somente no caso de ativos de maior risco, como direitos creditórios pendentes de pagamento, objeto de ação judicial ou precatório, ou seja, quando o pagamento do ativo e/ou o seu prazo são incertos. Essa distinção se justificaria porque são poucos os prestadores de serviço especializados na cobrança desses ativos, o que aumenta o risco para o fundo. Ainda segundo esses agentes, os fundos que adquirem direitos creditórios de existência futura (“a performar”) e aqueles que adquirem créditos decorrentes de receitas públicas não deveriam ser classificados como FIDC-NP. Nesse último caso, incluem-se, por exemplo, os fundos relacionados ao financiamento de ativos de infraestrutura que, ao serem classificados como Não Padronizados, têm a aplicação por parte de investidores institucionais limitada ou vedada conforme a regulamentação aplicável, o que reduz a oferta potencial de crédito para um setor com escassez de recursos e fundamental para o desenvolvimento do país.

5.8.6. Fundos de classe e patrimônio segregado

No Brasil, a natureza jurídica dos fundos é de condomínio, e o entendimento de alguns é de que seria necessário alterar o Código Civil para que houvesse segregação do patrimônio do fundo em classes, mesma questão já debatida em relação aos fundos regulados pela Instrução CVM nº 409⁴². A possibilidade de segregação de patrimônio do FIDC, com classes e indexadores variáveis, comum em outras jurisdições, traria, na opinião de alguns agentes, algumas vantagens. Por exemplo, se ocorrer *default* em uma série, as outras não são afetadas.

Contornar essa limitação parece ser ainda mais relevante no caso dos fundos estruturados, uma vez que, em sua maior parte, são direcionados a investidores qualificados e que, a princípio, estão mais aptos a correr riscos diferenciados. Acredita-se que essa flexibilização, com maior liberdade contratual, poderia atrair investidores de grande porte pra esse mercado.

41. A ANBIMA solicitou à Susep, em janeiro de 2015, entre outras medidas, que seja facultado às EAPCs aplicar até o limite de 5% dos seus recursos em cotas de FIDC-NP, mesmo limite estabelecido para os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555.

42. Seminário CVM Desafios Estratégicos para a Indústria de Fundos de Investimento – 15 de março de 2012. Apresentações disponíveis em: http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/serieshist/aptecnicas/desafiosfundos.html.

Por exemplo, se houvesse um FIDC com cinco cedentes, com um tipo de cota para cada cedente, com seu respectivo risco de crédito, poderia haver redução de custos na estruturação desse produto. Como no caso de montadoras de automóvel que tenham a intenção de financiar suas vendas. Estruturar um FIDC específico para cada uma, evidentemente, representa um custo maior. Mas se elas aderirem a um fundo multicedente, com um único administrador, um custodiante, entre outros prestadores de serviço comuns, é possível obter ganhos de escala. Seria possível segregar, inclusive, a cota subordinada de cada originador, sem concorrer em garantia com as demais classes. Além disso, esse financiamento poderia sair do balanço, uma vez que não seria considerado um FIDC exclusivo.

5.9. Questões tributárias

A tributação não apareceu entre as principais questões citadas pelos agentes desse mercado. No entanto, além das questões já tratadas no Capítulo 2 (ver Seção 2.1.12), alguns manifestaram preocupação com as assimetrias no tratamento tributário entre o FIDC e os ativos de securitização, como o CRI (Certificado de Recebível Imobiliário) e o CRA (Certificado de Recebível do Agronegócio), cujos rendimentos são isentos de Imposto de Renda quando auferidos por pessoas físicas. Há o entendimento de que a eliminação dessas assimetrias poderia estimular a demanda por cotas de FIDC.

Adicionalmente, ainda que as Leis nº 12.431 (arts. 1º e 2º)^{43 e 44} e nº 12.973 (art. 97)⁴⁵ tenham previsto situações específicas nas quais as aplicações em FIDC são isentas do Imposto de Renda, alguns agentes avaliam que a isenção concedida aos estrangeiros nos rendimentos auferidos em títulos públicos federais acaba desestimulando a aplicação desses investidores em FIDC. O título público, de modo geral, mais padronizado e com menor risco e maior liquidez, diante do elevado diferencial entre as taxas de juros externa e interna, acaba exercendo forte concorrência com os títulos de crédito privado, produzindo o chamado efeito *crowding-out*. Nesse contexto, para se mostrarem atraentes aos investidores estrangeiros, os títulos de crédito privado teriam que oferecer uma taxa mais elevada, o que, dado o elevado nível de juros, encareceria sobremaneira a estrutura, inviabilizando o financiamento.

43. O art. 1º da Lei nº 12.431 prevê alíquota zero (IR) sobre os rendimentos produzidos por FIDCs fechados, cujo originador ou cedente da carteira de direitos creditórios não seja instituição financeira, e que atendam aos requisitos especificados na Lei.

44. O art. 2º da Lei nº 12.431 prevê Alíquota zero (IR) sobre os rendimentos produzidos por FIDCs fechados, relacionados à captação de recursos com vistas a implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

45. O art. 97 da Lei nº 12.973 prevê que são isentos do IR os rendimentos produzidos por fundos de investimentos cujos cotistas sejam exclusivamente investidores estrangeiros e o regulamento do fundo preveja que a aplicação de seus recursos seja realizada exclusivamente em depósito à vista, ou em ativos sujeitos a isenção de IR, ou tributados à alíquota zero.

5.10. Perspectivas e tendências

De forma geral, os agentes avaliam que, embora ainda seja baixo, o volume de operações de securitização no Brasil apresenta elevado potencial de crescimento, como parecem confirmar os dados de emissão de FIDCs em 2014, quando aumentou o registro de novos fundos e houve redução nos prêmios. Essa avaliação se reforça com os aperfeiçoamentos regulatórios efetuados pela Instrução CVM nº 531, que conferiu maior segurança ao produto, tanto para cedentes como para investidores. Todavia, para que o segmento retome o dinamismo inicial, os agentes consideram necessária uma redução das taxas de emissão, o que deve passar pela redução de custos, na maior parte das vezes associada aos serviços de custódia e à necessidade de desenvolvimento de sistemas operacionais e de controle. Além disso, a perspectiva de crescimento desse mercado nos próximos anos também passa pela educação do investidor, com a atração do investidor do Varejo, e por um melhor entendimento do produto por parte do Poder Judiciário.

Caso se confirmem as projeções do Planejamento Estratégico da CVM, que indicam que o estoque de emissões de FIDC deve alcançar R\$ 182 bilhões em 2023⁴⁶, a percepção dos agentes é de que não devem faltar investidores e instituições que precisem de recursos. Estar preparado para atender essa demanda, no entanto, requer grandes desafios e investimentos em tecnologia.

Apresentamos, a seguir, as principais perspectivas e tendências para o segmento de acordo com as entrevistas realizadas com agentes desse mercado.

5.10.1. Perspectivas para o mercado de FIDCs

Desintermediação financeira

Em função da implementação de Basileia III até 2019, que exigirá um aumento de alocação de capital por parte dos bancos, avalia-se que o setor bancário não deverá ter condições de atender à demanda global por crédito. Dessa forma, embora a disputa por *market share* no mercado bancário brasileiro estimule o crescimento orgânico dos bancos por meio do aumento do volume de operações ativas e movimentos de consolidação no setor, à medida que Basileia III for implementada, esse processo de desintermediação financeira, como no caso da venda da carteira de crédito das instituições financeiras para o FIDC, deverá ganhar força.

46. Planejamento Estratégico – Construindo a CVM de 2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/planos/estrategico/estrategico.html.

Assim, ainda que, atualmente, os grandes bancos no Brasil apresentem excesso de capital em relação aos limites mínimos estabelecidos pelo Acordo de Basileia, à medida que precisem constituir “colchões de capital” e reduzir o volume de operações de crédito em seus balanços, poderão direcionar parte desses recursos para estruturar FIDCs, atuando como cedente dos direitos creditórios e, ao mesmo tempo, como cotistas desses fundos. Além disso, vale notar que a venda da carteira para o FIDC também pode ser vantajosa do ponto de vista financeiro e contábil, o que, na visão de alguns agentes, pode reforçar esse processo, levando os bancos a reavaliar sua estratégia, mudando o foco no crescimento do ativo, para o aumento da rentabilidade. Em um cenário com taxa de juros baixa, esse movimento pode ganhar uma intensidade ainda maior.

Fundos exclusivos

Os fundos exclusivos podem oferecer algum ganho fiscal ou aumentar o prazo de relacionamento na prestação de serviços ou da venda de produtos de forma contínua, como é o caso dos FIDCs Telemcom (Contax/Oi) e Insumos da Indústria Petroquímica (Petrobras/Braskem). Na prática, o produto funciona como um contrato de fornecimento antecipado, que contribui não só para fidelizar o cliente, como permite ao fornecedor receber à vista, e ao originador do crédito, aumentar o prazo para pagamento. Esse exemplo pode ser replicado em vários setores e apresenta um enorme potencial.

Plataformas tecnológicas

O crescimento desse mercado também está relacionado a um aspecto que precisa ser aprimorado — o desenvolvimento de plataformas tecnológicas que permitam ganhos de escala e redução de risco operacional. Ou seja, há necessidade de investimentos para se criar uma estrutura tecnológica adequada a atender à regulamentação e às particularidades desse mercado, que ainda deve passar por uma curva de aprendizado. Nesse sentido, a atividade de custódia é central e não pode ser tratada como uma atividade secundária.

A C3 possui um cronograma para a ampliação de suas atividades, que inclui novos produtos como Crédito Pessoal e CDC para outros bens além de veículos, afora diversas melhorias no Sistema. Devido à baixa escala, no entanto, o investimento em novos sistemas deve ocorrer gradualmente e em etapas.

Da mesma forma, tendo em vista as novas exigências regulatórias relacionadas ao depósito, custódia, e escrituração de valores mobiliários trazidas pelas Instruções CVM nº 541, 542 e 543, a Cetip prevê inovações para o tratamento das novas regras. A primeira fase compreendeu a atualização do

processo cadastral, uma vez que, a partir de julho de 2014, as instituições não cadastradas na CVM como custodiante teriam suas contas clientes bloqueadas para negociação. Já a segunda fase prevê algumas iniciativas como: (i) aumento da transparência e qualidade na divulgação de informações aos investidores; (ii) inclusão dos agentes em todos os processos de abertura e manutenção de contas de investidores e participantes especiais (fundos, fundações, entre outros); (iii) gravames sobre valores mobiliários; e (iv) extrato consolidado para investidores com as posições existentes em todos os custodiantes (exceto CDBs, tendo em vista a quantidade de detentores).

Distribuição para o varejo

Boa parte dos agentes considera que a melhor forma de distribuição do produto para o Varejo é por meio de fundos de investimento em cotas. Isso porque, nesses fundos, a gestão de riscos é executada por um profissional que é responsável pela alocação de ativos na carteira, inclusive em momentos de estresse, o que evita a insegurança com relação ao julgamento, pelo judiciário, sobre a capacidade de o investidor individual avaliar os riscos do investimento em FIDC. Novamente, neste caso, o mercado norte-americano é citado como exemplo, uma vez que a aquisição dos MBS (*mortgage backed security*) por investidores do varejo se dá por meio de fundos mútuos.

Os agentes sugerem que, mesmo no caso de investidor qualificado ou profissional, seria preferível a diversificação do seu portfólio por meio de fundo de cotas, evitando, assim, concentrar um volume significativo de recursos em um único fundo. Ainda que concentrada em FIDCs, uma carteira diversificada por séries e classes de ativos pertencentes a diferentes segmentos (por exemplo, multiclasse, veículos, educação, entre outros) reduziria muito a probabilidade de perda do investimento inicial. Além disso, a presença de investidores qualificados em fundos de cotas poderia, inclusive, atrair investidores do Varejo, aumentando a demanda e estimulando a oferta de novos FIDCs. Caso isso ocorra, haverá necessidade de um número maior de gestores com boa expertise em alocação nesse produto.

Dessa forma, ao invés de se criar veículos a serem oferecidos diretamente ao varejo, os esforços de distribuição deveriam estar concentrados na criação de fundos de cotas com o objetivo de atender à demanda potencial do varejo. Isso poderia, inclusive, estimular a negociação do produto no mercado secundário. Além disso, a distribuição por meio de fundos de cotas também permitiria o acesso do investidor de varejo às emissões realizadas por meio de esforços restritos (Instrução CVM nº 476), atualmente predominantes no mercado e cuja aquisição, a partir de 1/7/2015, será restrita a investidores profissionais.

Independentemente do veículo a ser utilizado, no entanto, o debate inclui algumas questões que poderiam ser observadas, especificamente no que se refere à distribuição do produto a investidores do varejo. A primeira se refere à revisão dos informes, que poderiam ser feitos por meio de uma lâmina, a exemplo do que já é previsto no caso dos Fundos de Investimento e dos Fundos de Investimento Imobiliário. Também se sugere estabelecer uma padronização mínima para que os produtos possam ser comparados; tornar obrigatória a existência da classe de cota subordinada; no caso de FIDCs ofertados ao público em geral, haver negociação das cotas em mercado secundário, sendo prevista a contratação de formador de mercado, de forma a possibilitar ao investidor a saída do fundo; e aumentar a governança, especialmente no caso de fundos multicedentes e multisacados. A avaliação é de que nem todas essas questões precisariam ser tratadas pela regulação, podendo, conforme o caso, ser objeto de autorregulação.

5.10.2. Segmentos com potencial de crescimento

Hipotecas

As hipotecas são o principal ativo securitizado no mundo e ainda pouco utilizadas no Brasil. Embora outros ativos, como o CRI (Certificados de Recebíveis Imobiliários), já sejam utilizados para esse fim, a avaliação é de que o desenvolvimento do mercado de hipotecas geraria um lastro importante a ser securitizado via FIDC. Um inibidor adicional importante é que o incentivo fiscal hoje existente para a aquisição de CRIs por pessoa física não se aplica no caso de aquisição de cotas de FIDCs por parte desses mesmos investidores, ainda que o ativo objeto de securitização seja o mesmo.

Cadeia de fornecedores

Há uma grande oportunidade em cadeia de fornecedores, ainda pouco explorada no Brasil, no qual o fornecedor, ao ceder seus recebíveis para o FIDC, consegue uma taxa menor do que conseguiria em um empréstimo bancário, de forma perene e patrocinada pelo sacado. Já o sacado consegue alongar seu passivo, o que representa um grande espaço para o financiamento do seu capital de giro.

Cartão de crédito

Outro setor com potencial para a emissão de FIDCs, muito utilizado em outras jurisdições, é o de cartão de crédito. A possibilidade de pré-pagamento ou de pagamento parcial das respectivas faturas no Brasil, no entanto, adiciona alguma complexidade às estruturas nesse segmento. Nesse setor, poder-se-ia, inclusive, explorar o nicho do crédito consignado no qual, dentro da margem de 30% da renda do sacado, uma parcela seria utilizada para uso de cartão de crédito.

Infraestrutura

Há um relativo consenso de que o grande potencial é o do setor de infraestrutura, no qual muitos financiamentos poderiam ocorrer por meio do FIDC. Até então, o único produto utilizado para testar a demanda por essas estruturas, cujos rendimentos são sujeitos à alíquota zero de IR⁴⁷ para as pessoas físicas, foi direcionado ao segmento de investidores Private, com sucesso (FIDC BB Votorantim Highland Infraestrutura), conforme descrito no Capítulo 3. Concessões rodoviárias ou companhias de energia elétrica (que já utilizaram FIDCs), por exemplo, podem ter suas receitas antecipadas.

Vale notar que geralmente os instrumentos de capital e dívida utilizados em investimentos no setor, combinam financiamento do BNDES com financiamento privado. No entanto, ainda que o FIDC possa ser considerado mais seguro, as debêntures, em função da maior simplicidade, têm predominado como forma de financiamento para esse setor. Foi observado, ainda, que, diante da pressão sobre os retornos (TIR) das concessões, muitas vezes a linha de crédito bancário acaba sendo mais vantajosa, ainda que seja de curto prazo. Nesse sentido, a avaliação é de que, enquanto a taxa de juros for alta no Brasil, o financiamento da infraestrutura via mercado de capitais será limitado.

Créditos não performados

Outro produto com potencial é o FIDC de créditos não performados (NPL – *non-performanced loan*), tendo em vista que, muitas vezes, o modelo de cobrança do FIDC tem se mostrado mais eficaz do que a cobrança bancária.

Fornecedores

No FIDC voltado ao financiamento de fornecedores, a taxa para o cedente (fornecedor) pode ser mais atrativa do que a de um empréstimo bancário e há a vantagem do financiamento via FIDC não estar sujeito à incidência do IOF. Mas o desconhecimento do FIDC por parte das empresas atrapalha e o sacado não pode obrigar o fornecedor a ceder os créditos para o FIDC.

5.10.3. Condições de mercado

Assim como para os demais ativos de emissão privada no mercado de capitais, a questão macroeconômica e a taxa de juros elevada praticada no país são apontadas como os principais entraves,

47. Lei nº 12.431, art. 2º.

na medida em que reduzem o apetite a risco por parte do investidor, que passa a requerer taxas mais elevadas para que as emissões se tornem atrativas. Do ponto de vista dos gestores de recursos, enquanto a taxa de juros for elevada, não há estímulo para estruturar uma área dedicada a analisar e acompanhar os FIDCs. Mesmo gestoras de grande porte acabam preferindo analisar debêntures a um FIDC, por exemplo. Nesse contexto, em 2013, quando a Taxa Selic ficou abaixo de 7,5% aa. e os juros reais das NTN-Bs ficaram abaixo de 4%, foi possível perceber, ainda que por pouco tempo, o aumento da demanda dos investidores. Numa eventual retomada deste cenário, o investidor deverá mostrar maior apetite a risco, o que pode favorecer o mercado de FIDCs.

Já no caso das empresas cedentes, pesa o imediatismo. Isso porque a empresa que estiver procurando o FIDC somente para baratear o custo de *funding*, sem olhar para o ganho de longo prazo, não perceberá as vantagens do produto. Nesse sentido, muitas vezes as debêntures emitidas via Instrução CVM nº 476 (esforços restritos), que, assim como os FIDCs, não estão sujeitas à incidência de IOF, apresentam-se como uma alternativa de financiamento com um processo de emissão mais simples e mais rápido. Com relação aos grandes bancos, o uso do produto ainda é baixo em relação ao seu potencial e as regras de Basileia III ainda devem levar algum tempo para induzi-los à securitização. Além disso, os bancos brasileiros são capitalizados e os recursos de direcionamento obrigatório, como os da Caderneta de Poupança, acabam produzindo um efeito *crowding-out* sobre o potencial de securitização de hipotecas no Brasil, por exemplo. Isso porque, ainda que exista um descasamento de prazo entre a captação e a aplicação dos recursos, o custo do financiamento é baixo. Há também as linhas subsidiadas pelo BNDES, e todas essas alternativas acabam tornando o FIDC menos vantajoso, uma vez que esses recursos subsidiados têm custo inferior ao do CDI, enquanto o investidor do FIDC exige taxas equivalentes às do CDI, acrescidas de prêmio (taxa de juros).

► 6. CONCLUSÃO

Após experimentar um crescimento expressivo desde a emissão do primeiro FIDC em 2002, os fundos de investimento em direitos creditórios tornaram-se um dos principais instrumentos de securitização do país, acumulando, no final de dezembro de 2014, patrimônio líquido de R\$ 74,5 bilhões. Com um aparato regulatório mais robusto e com estruturas mais flexíveis e abrangentes, os FIDCs se colocam como um instrumento de financiamento e investimento complementar às fontes tradicionais de recursos na economia brasileira. No entanto, a securitização e seus instrumentos no Brasil, incluindo o FIDC, ainda mostram um significativo potencial de crescimento quando comparados ao volume do segmento no mercado internacional. Nesse sentido e considerando-se as estimativas contidas no Planejamento Estratégico da CVM, que projetam que o patrimônio líquido dos FIDCs alcance R\$ 182 bilhões em 2023, equivalente a um crescimento médio anual de R\$ 12 bilhões entre 2015 e 2023, parece haver grandes desafios e oportunidades à frente.

Como visto ao longo desse livro, do ponto de vista do cedente, o FIDC se apresenta como uma interessante alternativa para a captação de recursos de longo prazo e em bases regulares, inclusive por empresas que nunca tiveram acesso ou utilizaram os instrumentos tradicionais do mercado de capitais. Nesse sentido, cabe observar que diversas classes de recebíveis já foram objeto de securitização pelos FIDCs, como, por exemplo, empréstimos consignados, duplicatas comerciais, financiamento imobiliário, financiamento de veículos, crédito direto ao consumidor (CDC), contas de consumo e créditos corporativos. Além desses, outros FIDCs de créditos de fluxo futuro, crédito agrícola, de precatórios e de créditos em recuperação já são uma realidade de mercado.

Para alguns estruturadores, em função das boas práticas de governança e das vantagens tributárias que o FIDC pode proporcionar, como, por exemplo, para empresas que queiram antecipar receitas futuras ou financiar seu capital de giro, “o FIDC é uma solução à procura de problema”. Embora nem sempre a redução do risco de crédito decorrente da estrutura de garantias que o produto oferece se reflita em menores taxas de colocação junto ao mercado, o prazo mais longo desses fundos relativamente à maior parte das alternativas de captação, permite ao cedente reduzir seu custo de financiamento. Ainda assim, os referenciais de remuneração do FIDC geralmente são inferiores às das alternativas mais comuns de *funding* bancário disponíveis para essas empresas.

O prêmio diferenciado pago pelos FIDC em relação às taxas médias de outros ativos de emissão privada com a mesma classificação de risco cria uma oportunidade para os investidores. De acordo com os agentes desse mercado, o elevado prêmio relativamente ao nível de risco se deve basicamente à pouca compreensão do produto e aos limites sobre a demanda potencial por parte de importantes investidores do mercado. No primeiro caso, a maior complexidade do FIDC acaba sendo, equivocadamente, associada a um grau de risco mais elevado, levando o investidor a demandar uma taxa

de emissão mais elevada. No segundo, as restrições e limites regulatórios relacionados à aquisição do produto por parte dos investidores institucionais inibem a demanda por cotas de FIDC, o que também pressiona as taxas de emissão.

Não obstante, do ponto de vista do investidor, o prêmio relativamente maior, a variedade de fundos com recebíveis de diferentes setores da economia, e a existência de reforços de crédito, como a subordinação e a coobrigação dos cedentes, fazem do FIDC uma alternativa de investimento atrativa e segura. A experiência demonstrou que as estruturas que geraram uma deterioração nos índices de inadimplência das carteiras dos fundos, os chamados "eventos de avaliação", nos quais os investidores são convocados a participar de uma Assembleia de Cotistas onde podem negociar medidas corretivas antes que seus investimentos sejam ameaçados, representam um diferencial em relação às operações tradicionais de dívida. Dessa forma, nos FIDCs dificilmente os investidores serão surpreendidos por um não pagamento ou por pedidos de vencimento antecipado, tendo em vista que sinais de piora no comportamento das carteiras podem gerar eventos de alerta, tais como gatilhos, rabaixamento de *rating*, deterioração das reservas de liquidez, dentre outros.

Apesar de ter exigido um grande esforço de adaptação por parte do mercado, a edição da Instrução CVM nº 531 foi considerada um ordenamento positivo em resposta aos problemas ocorridos na indústria (menos de 1% dos 782 fundos registrados na CVM desde 2002) e que afetaram a imagem do produto, sobretudo no que se refere à segregação de funções e ao aumento da governança do FIDC. No entanto, se os aperfeiçoamentos regulatórios ocorridos no período conferiram maior segurança ao produto, a adaptação à Instrução levou à elevação de custo e ao encerramento de alguns fundos. Da mesma forma, observou-se a redução da oferta de algumas estruturas que foram destaque na indústria, como é o caso dos FIDCs com lastro em empréstimos consignados, que se tornaram pouco atrativos em função das consolidações observadas no setor e por conta das novas exigências regulatórias.

Para a redução de custos, sobretudo de custódia e controladoria, a melhoria de processos e o desenvolvimento de novas plataformas tecnológicas estão ocorrendo e devem ser incentivados. A utilização da Nota Fiscal Eletrônica, a digitalização de contratos e a criação da C3 com o objetivo de centralizar as informações de operações de cessões de crédito efetuadas no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, são exemplos recentes nesse sentido. Acredita-se que o desenvolvimento de novas plataformas para atender a esse mercado deverá ser gradual, permitindo a obtenção de ganhos de escala, viabilizando emissões de menor volume e a redução de risco operacional, fundamentais para ampliação do acesso à emissão de FIDCs.

O papel dos agentes de mercado para o desenvolvimento da indústria tem sido fundamental. Ao longo do tempo houve uma enorme evolução nos critérios de análise dessas operações, nos relatórios de *rating*, nos processos de auditoria e nos controles sistêmicos implantados pelos administradores, gestores e custodiantes.

Vale destacar os esforços da CVM e da ANBIMA na busca por maior padronização das informações a serem disponibilizadas aos investidores. Dentre essas iniciativas, podemos citar o novo plano contábil de FIDCs, o esforço da ANBIMA em criar uma base de dados específica e a classificação de FIDCs. Amplamente estimulados pelo governo, os investimentos em infraestrutura também passaram a ser objeto de interesse dos estruturadores de FIDC. O sucesso da distribuição, em 2014, do único FIDC voltado para o setor de infraestrutura emitido sob o amparo da Lei nº 12.431, com isenção de imposto de renda para pessoas físicas e estrangeiros, é um bom indicativo do potencial da securitização na captação de recursos de longo prazo. O Fundo alcançou a maior pulverização de venda de cotas então registrada, com 2385 cotistas seniores e 235 cotistas subordinados, colocando o segmento de infraestrutura na liderança na relação do número de cotistas por fundo.

Além do setor de infraestrutura, também há potencial de desenvolvimento e de crescimento para a securitização por meio do FIDC em outros setores da economia. Um exemplo é o segmento de hipotecas, principal ativo securitizado no mundo e ainda pouco utilizado no Brasil. Outro setor é o de cartão de crédito, cuja securitização é muito utilizada em outras jurisdições, ainda que, no Brasil, a possibilidade de pré-pagamento ou de pagamento parcial das faturas adicione alguma complexidade para estruturar FIDCs para esse segmento. Os FIDCs estruturados para o financiamento da cadeia de fornecedores de grandes empresas também se apresentam como uma oportunidade de expansão ainda pouco explorada no Brasil. Nessas estruturas, o fornecedor se financia a uma taxa mais baixa, de forma perene e patrocinada pelo sacado que, por sua vez, consegue alongar seu passivo, financiando seu capital de giro.

Superados os desafios impostos pelo aprimoramento da regulação do setor, a indústria de FIDC ainda enfrenta obstáculos importantes. Alguns afetam todos os ativos privados no Brasil, como a baixa liquidez dos negócios no mercado secundário e o desincentivo às emissões primárias nos momentos de piora no cenário macroeconômico, especialmente nos períodos de elevação das taxas de juros. Outros dizem respeito ao próprio produto, como a necessidade de ampliar a compreensão, junto aos investidores, em especial os institucionais, do menor risco envolvido nas variadas estruturas dos FIDCs, a despeito da maior complexidade desse tipo de investimento. Nesse sentido, com esse volume da série Produtos de Captação, a ANBIMA espera contribuir para ampliar o conhecimento sobre o FIDC e, assim, incentivar o desenvolvimento desse mercado, que passa pela ampliação do número de ofertas de fundos e da base de investidores, inclusive estrangeiros, bem como pelo aumento da liquidez, hoje praticamente inexistente nesse segmento.

▶ REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBIMA

ASSUNTOS EM DEBATE. ANBIMA, 2015. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/representacao-comites/fundos-de-investimento-em-direitos-creditorios/assuntos-em-debate/Pages/default.aspx>>.

DIRETRIZ DE PROVISIONAMENTO DE FIDC. ANBIMA, 2015. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Documents/Diretriz_de_Provisionamento_de_FIDC.pdf>.

GUIA TRIBUTÁRIO. ANBIMA, 2015. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/regulacao/guia-tributario/Pages/default.aspx>>.

SÚMULAS. ANBIMA, 2015. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/regulacao/sumulas/Pages/default.aspx>>.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DESAFIOS ESTRATÉGICOS PARA A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO. Seminário, 15 de março de 2012. Apresentações disponíveis em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/serieshist/aptecnicas/desafiosfundos.html>.

PLANEJAMENTO ESTRATÉGICO. Construindo a CVM, 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/planos/estrategico/estrategico.html>.

“RETENÇÃO DE RISCO NA SECURITIZAÇÃO: UM ESTUDO A PARTIR DA METODOLOGIA DE ANÁLISE DE IMPACTO REGULATÓRIO”. Trabalhos para Discussão. Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA), CVM, dez. 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/estudos.html>.

Uqbar

ANUÁRIO UQBAR: FINANÇAS ESTRUTURADAS. Uqbar, vários anos. Disponível em: <<http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/publicacoes-eletronicas.jsp>>.

Sítios consultados:

ABRAAP. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/home.aspx>. Acesso em: mar. 2015.

ANBIMA. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br>. Acesso em: abr. 2015.

Austin Rating. Disponível em: www.austin.com.br. Acesso em: mar. 2015.

Banco Central do Brasil. Disponível em: www.bcb.gov.br. Acesso em: abr. 2015.

BM&FBovespa. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br. Acesso em: abr. 2015.

Cetip. Disponível em: www.cetip.com.br. Acesso em: abr. 2015.

CIP-C3. Disponível em: <https://www.cip-bancos.org.br/cip/solucoes/c3.html>. Acesso em: mar. 2015.

CVM. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: abr. 2015.

Economática. Disponível em: <https://economatica.com/PT>. Acesso em: mar. 2015.

Fitch Ratings. Disponível em: <https://www.fitchratings.com.br>. Acesso em: mar. 2015.

IBGE. Disponível em: www.ibge.gov.br. Acesso em: mar. 2015.

LF Rating. Disponível em: <http://www.lfrating.com/realizados.html>. Acesso em: mar. 2015.

Moody's. Disponível em: https://www.moody.com/pages/default_br.aspx. Acesso em: mar. 2015.

SR Rating Agency. Disponível em: www.srating.com.br. Acesso em: mar. 2015.

Standard&Poors. Disponível em: http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/home. Acesso em: mar. 2015.

Susep – Superintendência de Seguros Privados. Disponível em: <http://www.susep.gov.br>. Acesso em: mar. 2015.

Uqbar. Disponível em: <http://www.uqbar.com.br>. Acesso em: abr. 2015.

Estudos Especiais: Produtos de Captação

Confira os números da série:

01. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (2006)
02. Debêntures (2008)
03. Títulos do Agronegócio - Cédula de Produto Rural (2008)
04. Títulos do Agronegócio - Certificados de Depósito Agropecuário e Warrant Agropecuário (2009)
05. Fundos de Investimento Imobiliário (2014)

A publicação *Produtos de Captação: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios* aborda os conceitos e questões centrais associados a um dos principais instrumentos de securitização no Brasil – o FIDC –, incluindo a evolução do mercado desde 2002, quando o primeiro fundo foi registrado, bem como os aspectos regulatórios e tributários, com destaque para as mudanças introduzidas em 2012 pela Instrução CVM nº 531. Com este trabalho, que contou com o apoio e suporte técnico do Comitê de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios da ANBIMA, espera-se contribuir com o aprimoramento da securitização por meio de fundos de investimento no país e uma melhor compreensão desses veículos por parte dos investidores.

A série *Produtos de Captação* visa disseminar informações sobre diversos ativos e mercados, especialmente aqueles menos difundidos e/ou em rápido desenvolvimento, a partir da consolidação da legislação pertinente, do mapeamento das características dos respectivos segmentos, principais riscos e tendências identificadas pelos agentes de mercado. A iniciativa reflete o compromisso da Associação em prover informação sobre os mercados financeiro e de capitais, visando contribuir para ampliar o universo de participantes desses mercados e fomentar a negociação dos ativos.

