

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

MARCOS VINICIUS ZANLORENZI PULINO

**O CUSTO DE CAPITAL EM OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS
DE EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS POR MEIO DA EMISSÃO DE QUOTAS DE
FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS – FIDCS**

SÃO PAULO

2008

MARCOS VINICIUS ZANLORENZI PULINO

**O CUSTO DE CAPITAL EM OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS
DE EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS MEDIANTE EMISSÃO DE QUOTAS DE
FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS – FIDCS**

Dissertação apresentada à Escola de Administração
de Empresas de São Paulo como requisito para
obtenção do título de Mestre em Administração
de Empresas

Campo de Conhecimento:
Mercados Financeiros e Finanças Corporativas

Orientador: Prof. Dr. Arthur Ridolfo Neto

SÃO PAULO

2008

Pulino, Marcos Vinicius Zanlorenzi.

O custo de capital em operações de securitização de recebíveis de empresas não-financeiras por meio da emissão de quotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs / Marcos Vinicius Zanlorenzi Pulino. - 2008.

71 f.

Orientador: Arthur Ridolfo Neto.

Dissertação (Mestrado profissional) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Capital (Economia) -Custos. 2. Administração financeira. 3. Fundos de investimento. 4. Mercado de capitais. 5. Securitização. I. Ridolfo Neto, Arthur. II. Dissertação (Mestrado profissional) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 658.15

MARCOS VINICIUS ZANLORENZI PULINO

**O CUSTO DE CAPITAL EM OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS
DE EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS MEDIANTE EMISSÃO DE QUOTAS DE
FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS – FIDCS**

Dissertação apresentada à Escola de Administração
de Empresas de São Paulo como requisito para
obtenção do título de Mestre em Administração
de Empresas

Campo de Conhecimento:

Mercados Financeiros e Finanças Corporativas

Orientador: Prof. Dr. Arthur Ridolfo Neto

Data de aprovação:

20/06/2008

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Arthur Ridolfo Neto (Orientador)
FGV-EAESP

Profa. Dra. Joanilia Neide de Sales Cia
Universidade de São Paulo

Prof. Dr. João Carlos Douat
FGV-EAESP

SÃO PAULO

2008

A meus pais, Carlos Alberto e Eluiza, que dedicaram sem reservas o melhor de si à criação de seus filhos; a minha esposa Ana Miriam, com quem compartilho toda a vida que propriamente posso chamar minha; e a Eduardo Salomão Neto, homem extraordinário com quem aprendi o valor da razão.

A minha filha Sophia, graça divina: alegria e amor que dão novo significado a tudo.

RESUMO

Esta dissertação investiga, em caráter exploratório, se há evidência de que o custo de capital proporcionado a empresas brasileiras não-financeiras em operações de securitização por meio da estruturação de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs (espécie de fundo de investimento regulamentada em 2001 pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM) pode ser inferior ao custo de capital associado a operações de crédito tradicionais.

A investigação baseia-se em comparação das notas de *rating* atribuídas a FIDCs estruturados para adquirir direitos creditórios de empresas não-financeiras e ao endividamento de longo prazo dessas mesmas empresas. A comparação entre notas de *rating* é estruturada a partir da premissa de que há forte correlação entre *rating* e *spread* (principal componente do custo de capital de terceiros), conforme documentado em diversos estudos empíricos precedentes.

Foram selecionadas 23 operações de emissão de cotas de FIDCs, desde sua regulamentação até 2007, que atendem aos seguintes critérios: terem sido objeto de distribuição pública registrada na Comissão de Valores Mobiliários; terem mais de 5 cotistas seniores; e terem sido constituídos para adquirir recebíveis de uma única empresa não-financeira.

A análise das 23 ocorrências fornece evidência de que a estruturação de FIDCs pode resultar na emissão de títulos securitizados com risco de crédito inferior àquele associado ao endividamento de longo prazo da empresa cedente. A redução do risco de crédito é observada por meio do diferencial de notas de *rating* em 8 das 23 operações analisadas. A ocorrência de 5 operações em que não há diferencial sugere, porém, que a redução do custo de capital não é a única razão pela qual os FIDCs vêm sendo estruturados.

As limitações do *rating* como índice do custo de capital e as limitações numérica e temporal da amostra inviabilizam afirmações conclusivas acerca do impacto potencial do FIDC sobre o custo de capital. Não obstante, a análise sugere novas linhas de pesquisa que podem lançar mais luz sobre o assunto.

ABSTRACT

This dissertation investigates, on an exploratory basis, whether evidence exists that the cost of capital for Brazilian non-financial companies in receivable securitization transactions through the structuring of Receivable Investment Funds - FIDCs (a type of investment fund regulated in 2001 by the Brazilian Securities Commission - CVM) may be lower than the cost of capital obtained through traditional debt issuance.

Investigation is based on a comparison of ratings of FIDCs structured to purchase receivables from non-financial companies and of the long-term indebtedness of those same companies. The comparison is structured on the assumption that there is strong correlation between rating and spread, which is the main component of the cost of debt capital, as documented in various precedent empirical studies.

Twenty three FIDCs, issued since the enactment of CVM regulations that created the fund and until 2007 have been selected which meet the following criteria: having been issued in a public offering registered with the CVM; having more than five senior quotaholders; and having been structured to purchase receivables from a single non-financial company.

Analysis of the twenty three transactions provides evidence, in the form of a gap in ratings in eight transactions, that the structuring of FIDCs may indeed result in issuance of securitized paper with lower credit risk than that of the long term indebtedness of the assignor of the receivables. However, in five transactions the rating is the same for the FIDC and the long term indebtedness, which suggests that reducing the cost of capital is not the sole reason why FIDC are being structured.

The limitations of the rating as a proxy for the cost of capital, and the numerical and time limitations of the sample of ratings prevent any conclusive finding on the potential impact of the FIDC on the cost of capital of Brazilian non-financial companies. This notwithstanding, the analysis suggests new lines of investigation which may shed more light into the matter.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 - <i>Rating</i> em operações estruturadas e tradicionais	20
Quadro 2 - Emissão de títulos com lastro em hipotecas nos EUA (US\$ bilhões)	36
Quadro 3 - Estoque de MBS (US\$ bilhões)	37
Quadro 4 - Dispersão do mercado ABS por tipo de recebível em 2007	39
Quadro 5 - Securitização na América Latina (em US\$ bilhões)	40
Quadro 6 - Securitização em mercados locais na América Latina (em US\$ bilhões)	40
Quadro 7 - Securitização em mercados locais na América Latina – por tipo de recebível	41
Quadro 8 – Ofertas públicas de CRIs e cotas seniores de FIDCs.....	42
Quadro 9 - Esquema operacional e financeiro do FIDC	51

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - - Novas emissões de títulos securitizados, por região (US\$ milhões)	34
Tabela 2 - Distribuição por tipo de recebível (2001, em US\$ milhões)	35
Tabela 3 - Emissão de MBS nos EUA (US\$ bilhões)	36
Tabela 4 - Estoque de MBS nos EUA (US\$ bilhões)	37
Tabela 5 - Evolução do mercado norte-americano de ABS, por tipo de recebível (US\$ bilhões).....	38
Tabela 6 - Emissões de CRIs e FIDCs.....	42
Tabela 7 - Operações Seleccionadas: valores, prazo, metas de rentabilidade e <i>ratings</i>	55
Tabela 8 - Operações Seleccionadas: recebíveis, mercado secundário, cotas subordinadas, prestadores de serviços	56
Tabela 9 - Operações Seleccionadas: custos de estruturação e manutenção, coordenador e fonte de informação	58
Tabela 10 - Operações com diferencial de <i>rating</i>	59
Tabela 11 - Operações sem diferencial de <i>rating</i>	60

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
1.1 Avanço da securitização de recebíveis no Brasil	8
1.2 A questão a ser analisada	10
1.3 Metodologia	11
1.3.1 Pressupostos de pesquisa	11
1.3.2 Base teórica	12
1.3.3 Método de coleta de dados	22
1.4 Propósito da pesquisa	26
2. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS	28
2.1 O conceito de securitização	28
2.2 Histórico da securitização	31
2.2.1 Origens da securitização	31
2.2.2 Evolução da securitização	33
2.2.3 Tendências atuais e perspectivas	43
3. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS NO BRASIL	46
3.1 Origens da securitização no mercado brasileiro	46
3.2 O FIDC	47
3.2.1 Principais características dos FIDCs	47
3.2.2 Tributação do FIDC	49
3.2.3 Aspectos contábeis	50
3.2.4 Alterações na regulamentação	50
3.3 Esquema operacional e financeiro das emissões de FIDC	51
4. ANÁLISE DO CONJUNTO DE DADOS SELECIONADO	54
4.1 Lista de operações de securitização de recebíveis de empresas não-financeiras	54
4.2 Análise dos dados	59
5. CONCLUSÕES	62
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	64
GLOSSÁRIO	70

1. INTRODUÇÃO

1.1 Avanço da securitização de recebíveis no Brasil

O mercado de capitais brasileiro experimentou notável desenvolvimento no início do século XXI. A abertura do capital de empresas mediante oferta pública de suas ações (operação mais comumente denominada *initial public offer*, ou “IPO”, no jargão em língua inglesa) é talvez o aspecto mais conhecido desse fenômeno. Embora não tenha gozado de destaque similar no noticiário econômico, a disseminação da securitização de recebíveis é igualmente importante, tanto em termos quantitativos quanto em implicações para a economia brasileira.

Os seguintes dados ilustram a relevância quantitativa do fenômeno da securitização: em 2004, 5 IPOs realizados na Bolsa de Valores de São Paulo movimentaram R\$4,5 bilhões. Tais números aumentam para 8 operações e R\$5,4 bilhões em 2005, 26 operações e R\$15,4 bilhões em 2006; e o recorde de 64 operações e R\$55,6 bilhões em 2007 (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2008). Em comparação, operações envolvendo os principais instrumentos de securitização no Brasil (Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRIs e cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs, que serão discutidos nesta dissertação) ganharam impulso um ano antes, em 2003, e resultaram na captação de R\$1,8 bilhões, R\$5,5 bilhões, R\$10,7 bilhões, R\$13,8 bilhões e R\$10,8 bilhões, respectivamente em 2003, 2004, 2005, 2006 e 2007 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2008). Em número de operações, são 25 em 2003; 59 em 2004; 80 em 2005; 140 em 2006; e 105 em 2007.

Não é possível comparar com precisão números de dois grupos de operações estruturalmente tão distintos. Por exemplo, os dados relativos a securitização abarcam empresas que captaram recursos em mais de uma operação, ao passo que aqueles relativos a IPO não incluem emissões subseqüentes à original (“*follow on*”). Ainda assim, nota-se que, exceto pelo ano de 2007 (que talvez venha a se mostrar atípico), a securitização resultou na captação de montantes totais em ordem de grandeza equivalente à dos recursos envolvidos em IPOs, por um número maior de empresas.

Diversos fatores, como a redução da taxa básica de juros na economia brasileira,¹ iniciativas regulatórias (discutidas nesta dissertação), o crescimento econômico e o amadurecimento do mercado de capitais sugerem que a securitização tende a se tornar cada vez mais freqüente.

No tocante às implicações econômicas, o quadro é menos claro. Operações de securitização têm sido estruturadas por diversas razões, como a otimização da carga tributária² ou o acesso, por empresas e órgãos estatais, a recursos não sujeitos às regras relativas ao endividamento e ao contingenciamento de crédito ao setor público.³

Um motivo comum para securitizar recebíveis é reduzir o custo de capital. A redução pode ocorrer quando uma empresa capta recursos por meio da cessão de seus recebíveis ao veículo de securitização em vez de realizar operação de crédito (empréstimo bancário) ou emitir título de dívida corporativa. A principal razão para que tal redução seja teoricamente possível é que o risco de crédito de determinada carteira de recebíveis pode ser inferior ao das operações da empresa como um todo.

Do ponto-de-vista do tomador de decisões empresariais, um menor custo de capital implica diminuição da taxa de retorno mínima exigida para executar um dado projeto de investimento. Diminuindo-se a taxa de retorno requerida, projetos que antes não seriam financeiramente

¹ A contribuição da redução da taxa básica de juros consiste em incentivar a migração de parte da poupança em busca de maior retorno para opções de investimento alternativas aos títulos públicos federais. Em abril de 2008, quando esta dissertação é finalizada, o ciclo de aumentos da taxa básica recentemente iniciado pelo Comitê de Política Monetária – COPOM não parece ser de magnitude tal a reverter esse movimento.

² A Associação Nacional das Sociedades de Fomento Mercantil – ANFAC (2007) anuncia em sua página eletrônica na Internet um projeto “que tem por propósito viabilizar a estruturação e constituição de fundos de recebíveis” para empresas de fomento mercantil (*factoring*), por meio de parcerias com prestadores de serviços ligados à indústria de fundos. Embora os objetivos declarados do projeto incluam “otimizar a capacidade e o espectro operacional, promover a redução de custos e ampliar o mercado de atuação das empresas de fomento”, a economia tributária do FIDC sobre a *factoring* (discutida na seção 3.3) é flagrante - e presumivelmente é o principal fator de “redução de custos” que levaria as associadas da ANFAC a optar pela estruturação de um FIDC. Em 31 de dezembro de 2007 havia mais de uma dúzia de FIDCs criados sob o programa da ANFAC com cotas no mercado.

³ A Resolução nº 2.827, de 30 de março de 2001, do Conselho Monetário Nacional (CMN), e diversas outras resoluções do mesmo órgão impõem limites e condições à contratação de operações de crédito por órgãos e empresas integrantes do setor público junto a instituições financeiras. A Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000 (conhecida como “Lei de Responsabilidade Fiscal”), também impõe limites e condições à contratação de operações de crédito por parte do setor público. Grande parte dos limites e condições criados por tais normas não alcança a subscrição, por instituições financeiras, de cotas de FIDCs objeto de distribuição pública cujo lastro consista em recebíveis de órgãos ou empresas do setor público. O FIDC pode assim ser usado como veículo para captar recursos junto a instituições financeiras, como contrapartida pela subscrição de cotas, e entregá-los ao órgão ou empresa do setor público, como contrapartida pela cessão de recebíveis, como será explicado na seção 3.3 – “Esquema Operacional e Financeiro das Emissões de FIDC”. O afastamento, ao menos em parte, dessas regras representaria possível explicação, por exemplo, para o fato de FURNAS ter constituído 2 FIDCs em que se co-obriga com o fundo perante os cotistas seniores.

viáveis passam a sê-lo; e projetos que para serem viáveis precisariam gerar certo volume de receitas passam a exigir volume menor.

A qualidade da carteira de recebíveis por si só não assegura menor custo de capital. Eventual redução dependerá do custo de estruturação da operação; de diversos fatores que influem na formação do preço dos títulos securitizados, como o risco de crédito envolvido, o nível de informação e o poder de mercado dos potenciais investidores; e de como estes se comparam às operações tradicionais de crédito.

As razões que têm levado as empresas brasileiras a optar pela securitização, e se efetivamente lhes é possível reduzir seu custo de capital por meio dessas operações, são aspectos ainda não investigados sistematicamente. A securitização de recebíveis não-hipotecários foi objeto de escasso estudo científico até hoje, sendo muito reduzida a literatura sobre o assunto no Brasil. É oportuno que essa lacuna seja preenchida à medida que tais operações se popularizam.

1.2 A questão a ser analisada

Esta dissertação investiga se há evidência de que o custo de capital proporcionado a empresas não-financeiras pela securitização de seus recebíveis em FIDCs tem sido inferior ao custo de capital associado a operações de crédito tradicionais – mediante empréstimos ou emissão de títulos de dívida – realizadas pelas mesmas empresas à época da securitização.

Este capítulo introduz a questão a ser investigada e discute a metodologia e a finalidade da pesquisa.

Antes de empreender-se a análise, serão situados os contornos do fenômeno da securitização de recebíveis (capítulo 2) e suas particularidades no contexto brasileiro (capítulo 3).

1.3 Metodologia

Entende-se por metodologia de pesquisa a “*maneira global de tratar o processo de pesquisa, da base teórica até a coleta e análise de dados*” (COLLIS e HUSSEY, 2005). A metodologia necessariamente envolve escolhas do pesquisador. As opções metodológicas aqui adotadas acerca dos pressupostos de pesquisa e do método de coleta e análise de dados são explicitadas a seguir.

1.3.1 Pressupostos de pesquisa

Esta pesquisa parte de conjunto de pressupostos associados ao paradigma positivista (COLLIS e HUSSEY, 2005), quais sejam: na *dimensão ontológica*, a realidade é objetiva e singular, separada do pesquisador; na *dimensão epistemológica*, o pesquisador é independente daquilo que pesquisa; na *dimensão axiológica*, seus valores não têm papel na pesquisa; na *dimensão retórica*, a linguagem científica é formal, baseada em termos previamente definidos e aceitos; e na *dimensão metodológica*, entende-se que com base em dados apropriados é possível estabelecer relações de causa e efeito e generalizações que levam a previsão, explicação e entendimento (CRESWELL, 2003).

A escolha do paradigma de pesquisa é em parte determinada pela questão sob análise. Com efeito, a natureza da questão neste caso mitiga as principais críticas a que está sujeito o paradigma positivista no campo das ciências sociais, a saber (COLLIS e HUSSEY, 2005):

- i) *é impossível tratar pessoas como separadas de seu contexto social e entendê-las sem examinar as percepções que têm de suas próprias atividades*; mas esta dificuldade é afastada porque a questão não exige análise direta do comportamento individual ou de grupos de pessoas;
- ii) *pesquisadores são parte do que observam, trazendo seus próprios interesses e valores à pesquisa*; conquanto esta crítica seja pertinente no que diz respeito à própria escolha do tema a ser pesquisado e do correspondente método de pesquisa, o uso de dados históricos ou secundários, como explicado na seção 1.3.3, limita a influência do olhar do autor sobre os resultados;

- iii) *um projeto de pesquisa altamente estruturado impõe limitações aos resultados e pode ignorar descobertas relevantes e interessantes*; mas esta pesquisa é exploratória, o que mitiga o risco de rigidez teórica ou metodológica; e
- iv) *captar fenômenos complexos em uma única mensuração é, na melhor das hipóteses, enganador*; novamente, o caráter exploratório da pesquisa significa que os resultados não têm pretensão de serem conclusivos.

Isso não significa que o paradigma positivista tenha sido ou pudesse ser observado em sua integralidade nesta pesquisa. O relativo vazio teórico atual restringe o rigor na definição dos termos utilizados, emprestados principalmente do jargão de mercado; e a descrição do impacto preciso da securitização sobre o custo do capital, ou o estabelecimento de relações de causa e efeito, requereriam mais do que oferecem os dados disponíveis. A crença que orienta esta pesquisa é que essas são deficiências que somente serão superadas à medida que outros estudos venham juntar-se ao presente.

1.3.2 Base teórica

A investigação proposta tem como base o uso da nota de classificação de risco de crédito para fins de comparar o custo de capital derivado da estruturação de FIDCs e aquele obtido em operações de crédito tradicionais.

Esta seção discute construtos relacionados ao custo de capital e aos fatores que o determinam e o fundamento teórico do uso do *rating* como índice (*proxy*) do custo de capital de terceiros.

Além dos construtos discutidos nesta seção, a questão proposta envolve jargão de mercado. Uma exposição do significado do jargão e do funcionamento do próprio mercado a que este se refere é feita nos capítulos 2 e 3. Para facilidade de referência, o significado do jargão de mercado é também explicitado no glossário desta dissertação.

1.3.2.1 Conceito de custo de capital

Brealey, Myers e Allen (2005) definem custo de capital, ou *custo de oportunidade do capital*, de determinado projeto de investimento como a taxa de retorno oferecida por alternativas de investimento disponíveis no mercado de capitais de que um investidor abre mão para investir no referido projeto.

Os mesmos autores definem custo de capital de uma *empresa* como “o retorno esperado sobre uma carteira de investimento composta por todos os títulos e valores mobiliários da empresa”. Tal carteira inclui títulos representativos do capital acionário (capital próprio) e em geral títulos de dívida (capital de terceiros). A combinação particular entre capital próprio e capital de terceiros em uma empresa representa sua estrutura de capital.

O custo de capital da empresa resulta da combinação do custo associado a cada título em sua estrutura de capital, ponderado pelo peso de cada título em relação ao total de suas fontes de capital. Tal custo é comumente denominado “*custo médio ponderado de capital*” – CMPC, ou “*weighted average cost of capital*” – WACC. O custo de capital pode assim ser aferido pela combinação das taxas de retorno exigidas pelos investidores sobre os diversos títulos, de capital próprio e de terceiros, da empresa.

A taxa de retorno oferecida ao capital próprio resulta dos dividendos pagos pela empresa, do direito a receber parte de seu acervo na hipótese de liquidação e da valorização das ações em mercados líquidos. As expectativas dos investidores acerca desse retorno (e dos riscos a ele associados) determinam o custo de capital próprio.

A taxa de retorno oferecida ao capital de terceiros é dada pela taxa de juros que remunera a dívida. O custo de capital associado a cada título de dívida corresponde a essa taxa, levando-se em conta também eventual benefício decorrente da dedutibilidade de tributos.

1.3.2.2 Fatores que determinam o custo de capital

Como se ajustam o custo de capital próprio e de terceiros? A resposta teórica a essa questão baseia-se em modelos analíticos de apreçamento de ativos. Os mais influentes desses modelos são o *capital asset pricing model* – CAPM, desenvolvido por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966), segundo o qual, simplificadamente, em mercados eficientes o prêmio de risco esperado varia em proporção com a volatilidade (beta) do investimento; e a *arbitrage pricing theory* – APT, que grosso modo se baseia na hipótese de que o preço de equilíbrio dos ativos é aquele que afasta oportunidades de arbitragem. Há também diversas variantes do modelo CAPM que procuram relaxar alguns pressupostos do modelo original.

Não há resposta definitiva sobre o poder preditivo de um ou outro modelo. O CAPM, em sua formulação tradicional, é o de enunciado mais simples e de uso prático mais difundido, mas é vulnerável às críticas de que alguns dos pressupostos que adota (como, por exemplo, o de que não há custos de transação e de que investidores podem tomar e aplicar recursos ilimitados à taxa livre de risco) são dificilmente verificados na realidade; e de que testes empíricos não sustentam integralmente suas conclusões.⁴ Embora os testes empíricos sugiram maior poder preditivo da APT no mercado norte-americano (BREALEY, MYERS e ALLEN, 2005) e no Brasil (SCHOR, BONOMO e PEREIRA, 2002), a evidência em favor desta também não é conclusiva.

Não obstante a ausência de um modelo definitivo, pode-se dizer que os modelos prevalentes partem do pressuposto de que o retorno exigido é função do risco ou volatilidade do retorno esperado sobre o investimento: tudo o mais constante, quanto maior o risco maior tende a ser o retorno exigido. O processo de determinação do custo de capital de determinado título representativo de capital acionário ou de dívida passa, portanto, pela avaliação do risco de se investir nesses instrumentos.

⁴ Por exemplo, Brealey, Myers e Allen (2005) notam que, entre 1966 e 2002, a inclinação da linha de retorno como função do beta no mercado norte-americano é bastante baixa, indicando que o retorno varia pouco com o beta do investimento. Desvios entre o CAPM e testes empíricos também são identificados em trabalhos de Bonomo e Garcia (2001) e Ribenboim (2002) sobre o mercado brasileiro.

1.3.2.3 Correlação entre *rating* e custo de capital de terceiros

Diversos trabalhos empíricos procuram explicar o diferencial entre a remuneração paga, ou *spread*, entre títulos de dívida corporativos e o ativo “livre de risco” (assim entendidos os títulos de dívida de curto prazo emitidos pelo Tesouro dos Estados Unidos da América) a partir de certas características dos títulos, do emissor e do mercado. Esses estudos aplicam modelos de regressão estatística, os quais indicam forte correlação entre o *spread* do título e o *rating* atribuído por agências especializadas em classificação de risco (GODLEWSKI, 2007).

Analisando diversas variáveis e o *spread* de 428 títulos de alto risco e rendimento (*high yield*) emitidos por empresas privadas entre 1995 e 1996, Fridson e Garman (1998) concluem que a nota de classificação de risco crédito por agências especializadas, ou *rating*, é por grande margem a variável que apresenta maior correlação (69%) com o *spread*. Nessa amostragem, o *rating* poderia explicar sozinho cerca de 47% do *spread*. Os autores entretanto identificam outras variáveis relevantes, como a existência de opção de compra em favor do emissor (*callability*), o prazo de vencimento e o grau de prioridade no pagamento em relação ao restante do endividamento do emissor.

Utilizando amostra composta por títulos emitidos por quase 600 empresas de 15 mercados desenvolvidos, entre 1991 e 2001, Gabbi e Sironi (2005) também encontram no *rating* o principal fator explicativo do *spread*, notando ainda aumento da importância dessa variável na segunda metade do período analisado. Concluem os autores que “as empresas que desejam levantar capital no mercado de eurobônus podem obter estimativa razoável do *spread* que encontrarão a partir do *rating* e do prazo de vencimento requerido”.

Analisando 95.278 preços mensais de títulos emitidos entre 1987 e 1996, Elton et al (2001) também identificam que o *spread* aumenta conforme o *rating* piora, e que agrupando-se os títulos em razão do *rating* as curvas de *spread* de cada grupo ao longo do tempo não se cruzam em momento algum.

Farnsworth e Li (2007) abordam o tema sob a perspectiva da dinâmica do *spread* ao longo do tempo, em vez de seu valor absoluto em determinado momento. Os autores notam que a alteração do *rating* é um fator de predição de mudança de preço cuja margem de erro tende a zero.

Há, portanto, variada evidência empírica de que a nota de classificação de risco de crédito (*rating*) tem forte correlação com o custo de capital de terceiros, mensurado pelo *spread* que o título apresenta sobre a remuneração do ativo livre de risco por ocasião de sua emissão, ainda que este seja também influenciado por outros fatores, como a existência de opção de compra em nome do emissor, o prazo de vencimento dos títulos, o tratamento tributário dispensado aos investidores e as condições de liquidez do mercado em que os títulos são negociados.

1.3.2.4 O papel do *rating* na determinação do *spread*

Por que existe tal correlação entre *spread* e *rating*? A resposta parece ser que isso ocorre porque em geral os investidores enxergam na nota de risco de crédito uma informação de boa qualidade, e por vezes a melhor que se pode obter, sobre o risco associado ao investimento em títulos representativos de capital de terceiros.

Krämer e Güttler (2008) reportam evidência empírica de que duas das maiores agências de classificação de risco, Standard & Poor's e Moody's, de modo geral avaliam adequadamente o risco de inadimplemento. Também Carey e Hrycay (2001) encontram coerência satisfatória entre as notas de classificação de risco da Moody's e o risco de inadimplemento dos títulos por aquela agência classificados. Ao analisar o caso particular de notas atribuídas a empresas alemãs, Czarnitzki e Kraft (2007) concluem que a nota de *rating* tem significativo poder de previsão do inadimplemento futuro.

O *rating* não é medida perfeita de risco, nem tem papel absoluto na determinação do risco de inadimplemento. Falhas no sistema de atribuição de *ratings*, desde o nível conceitual até sua aplicação prática, são fartamente discutidas. Por exemplo, para Fridson e Garman (1998) o valor informacional do *rating* é prejudicado porque a nota mede em dimensão única tanto a probabilidade quanto a gravidade do inadimplemento. Gabbi e Sironi (2005) encontram evidência empírica de que os investidores avaliam de forma diversa das agências de *rating* o impacto de eventual subordinação da dívida e as perspectivas do mercado em que atua o emissor, ao passo que em sua análise do mercado de títulos alemão Czarnitzki e Kraft (2007) notam que a metodologia da Creditreform dá mais importância que a devida ao porte da

firma. E Carey e Hrycay (2001) identificam problemas relacionados a viés, a instabilidade e mesmo a manipulação na atribuição de *ratings*.

Entrevistas com investidores de diversos países realizadas por grupo de trabalho estabelecido pelo Comitê para o Sistema Financeiro Global do Bank for International Settlements (2005) indicam que a maioria não usa a nota de *rating* como única fonte de informação, mas que “a ‘chancela’ das agências de *rating* parece determinante” para que determinado título tenha acesso amplo ao mercado de capitais.

Godlewski (2007) observa que as pesquisas geralmente apontam que os agentes de mercado levam em consideração não apenas o *rating*, mas um conjunto de informações financeiras sobre a empresa ao avaliar o risco de inadimplimento para fins de apreçamento de títulos. Ederington, Yawitz e Roberts (1987) chegam à conclusão de que os investidores confiam mais nas informações financeiras do emissor, quando disponíveis ao público, do que nos *ratings*, embora confirmem a existência de forte relação entre *rating* e *spread*.

Ocorre que o processo de avaliação do risco de títulos de dívida muitas vezes esbarra na falta de informações, ou ao menos em forte assimetria de informações entre devedor e investidores. A atribuição de nota de classificação de risco de crédito por firmas especializadas surge para mitigar esse problema, potencialmente aumentando a transparência e a eficiência do mercado de capitais (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2005).

Godlewski (2007) observa que a importância do *rating* para o funcionamento do mercado de capitais é ainda maior em mercados emergentes, em que o emissor por vezes não é obrigado a aderir a parâmetros de publicação de demonstrações financeiras tão estritos quanto aqueles vigentes em mercados desenvolvidos.

Para Czarnitzki e Kraft (2007), as notas de classificação de risco, que já eram utilizadas com frequência por credores potenciais para avaliar o risco de uma dívida, tornaram-se ainda mais importantes com a publicação das recomendações do Comitê de Supervisão Bancária do Bank for International Settlements consubstanciadas no documento intitulado "Convergência Internacional de Mensuração e Padrões de Capital: Uma Estrutura Revisada", de junho de 2004, também conhecido como “Novo Acordo da Basiléia” ou “Basiléia II”.

No Novo Acordo da Basiléia, que representa o consenso sobre o assunto entre as autoridades de supervisão bancária dos países-membros do Bank for International Settlements, dentre os quais figura o Brasil, recomenda-se como abordagem padrão para mensurar o risco de crédito incorrido pelos bancos em operações financeiras ativas a avaliação do risco de crédito do devedor fornecida por instituições independentes e renomadas, como as grandes agências de *rating*.

A incorporação do *rating* à abordagem padrão para controle de exposição a risco de crédito recomendada no âmbito de Basiléia II é mais um indicador de que o *rating*, onde disponível, é tido como medida satisfatória do risco de crédito.

1.3.2.5 Comparação entre o *rating* em operações tradicionais e estruturadas

Relatório elaborado em 2005 por grupo de trabalho estabelecido pelo Comitê para o Sistema Financeiro Global do Bank for International Settlements nota que o papel das agências de *rating* em operações estruturadas, como é o caso das operações de securitização, é mais profundo e amplo que em operações tradicionais de crédito. O relatório atribui a diferença a dois fatores principais.

Em primeiro lugar, a maior complexidade das operações estruturadas – que envolvem agrupar direitos creditórios, desenvolver estrutura específica para cada operação, analisar contratos extensos e interagir com prestadores de serviço diversos – agrava o problema de assimetria de informação contra os investidores. Isso aumenta a importância informacional do *rating*.

Segundo, é comum que as agências sejam envolvidas no processo de desenho e detalhamento dos títulos estruturados, contribuindo inclusive para o estabelecimento de padrões de prática financeira (*standards*).

Essa função é particularmente pronunciada na fase de formação de segmentos de mercado específicos, quando a tecnologia de finanças estruturadas é aplicada a novas classes de ativos e jurisdições.

Há, por outro lado, problemas no sistema de *rating* específicos ao domínio das operações estruturadas.

O grupo de trabalho do Bank for International Settlements aponta que a estrutura unidimensional do *rating* não reflete adequadamente o risco de inadimplemento em operações estruturadas. Os títulos emitidos em operações estruturadas estão em geral sujeitos a riscos de perdas relacionadas a eventos, como falhas estruturais ou problemas sistêmicos de liquidez, que não fazem parte do curso normal da operação (perdas inesperadas). Embora a nota de *rating* seja função desses fatores, sua estrutura unidimensional não permite avaliar a dispersão do risco.

Por exemplo, a mesma nota pode traduzir risco associado a poucos eventos com probabilidade razoável de ocorrer mas, ocorrendo, gerar grandes perdas; o risco associado a poucos eventos com probabilidade maior e perdas menores; e aquele associado a muitos eventos com probabilidade menor e perdas menores.⁵

As principais semelhanças e distinções entre o *rating* atribuído em operações tradicionais e em operações estruturadas são ilustradas no Quadro 1.

⁵ De modo mais geral, o grupo de trabalho revela preocupação – que veio a se mostrar fundada – com a avaliação deficiente de riscos por parte dos investidores e seu potencial efeito sistêmico sobre os mercados financeiros:

“[...] the Working Group believes that risks associated with investors that assume exposure to structured products without fully grasping the risk profile of these investments cannot be fully discounted. Unexpected losses on structured finance investments could thus become an issue going forward, particularly once the current environment of relatively low default rates and tight credit spreads comes to an end. Similarly, with the performance of correlation books highly sensitive to the macroeconomic environment, uncertainties about this environment may translate into “model risks” for even the most sophisticated market participants. The occurrence of worst case scenarios on the basis of mispriced or mismanaged exposures might thus lead to situations in which extreme market events could have unanticipated systemic consequences.”

Quadro 1 - *Rating* em operações estruturadas e tradicionais

Aspecto	Operações estruturadas	Operações tradicionais
Processo de atribuição	Essencialmente o mesmo: revisão por analista, aprovação por comitê de crédito	
Significado	Base idêntica: avaliar perda esperada ou risco de inadimplemento	
	Agrupamento de direitos/ativos em séries (<i>tranches</i>) pode criar títulos com a mesma perda esperada, mas risco distinto de perda inesperada	O risco de crédito pode ser bem captado pela perda esperada
Características estruturais	Análise complexa	Análise mais simples
Análise	Baseada em modelos e métodos quantitativos. Ênfase no fluxo de caixa do conjunto de direitos creditórios, de determinação mais simples.	Menor escopo para modelos e métodos quantitativos. Ênfase no fluxo de caixa continuado da empresa.
Conflitos de interesses	Potencial existe em ambos os casos	
Perspectiva	Marcadamente <i>ex ante</i> , baseada em modelos; possibilidade de ajustar características estruturais	Fortes traços <i>ex post</i> (histórico da empresa), maior dose de julgamento, pouco escopo para ajustar características estruturais
Evolução	Mais estável na média, mas sujeita a mudanças mais bruscas	Muda com mais facilidade, mas com menor intensidade

Fonte: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2005.

1.3.2.6 Possibilidade de diferencial de *rating* entre operações estruturadas e tradicionais

O processo de análise de *rating* em operações estruturadas, como indicado no Quadro 1, dá ênfase ao fluxo de caixa vinculado à operação. Isso pode resultar em atribuição de nota de *rating* diversa daquela atribuída ao endividamento da empresa em operações tradicionais.

Por exemplo, o veículo de securitização pode adquirir carteira de recebíveis de uma empresa que vende equipamentos eletrônicos. Se os equipamentos já foram entregues (e a menos que a venda esteja sujeita a alguma condição, ou possa ser desconsiderada em caso de falência ou outra forma de concurso de credores), os recebíveis são exigíveis contra os compradores dos

equipamentos independentemente de vier a acontecer com a vendedora. Partindo da premissa de que a vendedora não garante o pagamento dos recebíveis de seus clientes, e também não ofereceu garantias aos detentores dos títulos securitizados, os riscos de crédito relevantes para o *rating* da operação estruturada serão o dos compradores de equipamentos (devedores dos recebíveis) e do veículo de securitização, mas não o da vendedora.

Mesmo que os equipamentos não tenham ainda sido entregues, o risco associado à vendedora a que se sujeitam os detentores de títulos securitizados não é o de crédito (entendido como o risco de a vendedora deixar de cumprir suas obrigações financeiras quando devidas), mas o de que a vendedora deixe de entregar os equipamentos vendidos – tipicamente os compradores não podem ser obrigados a pagar o preço do que não receberam. Os dois riscos implicam situações distintas: empresas em dificuldades financeiras severas muitas vezes continuam a operar normalmente, ao menos temporariamente, ou mesmo como parte de acordo com os financiadores para liquidação da dívida financeira em atraso, se a operação não é em si mesma deficitária.

O *rating* da operação tradicional de crédito, por outro lado, é sempre influenciado pelo risco de crédito da empresa tomadora dos recursos, sendo por isso necessária análise do fluxo de caixa continuado da empresa como um todo.

A potencial independência do *rating* da operação estruturada em relação ao risco de crédito da empresa tomadora de recursos significa que a análise e, portanto, a nota de *rating* da operação estruturada pode ser independente da nota da operação tradicional para uma mesma empresa tomadora de recursos.

1.3.2.7 Aplicação e limitações do *rating* como índice do custo de capital de terceiros

Como se discutiu nas seções precedentes, os modelos analíticos prevalentes de apreçamento de ativos partem do pressuposto de que o custo de capital é função do risco ou volatilidade do retorno esperado sobre o investimento, ou seja: tudo o mais constante, quanto maior o risco maior tende a ser o retorno exigido. Há variada evidência empírica de que os investidores enxergam na nota de classificação de risco (*rating*) atribuída por agência especializada uma informação de boa qualidade, e por vezes a melhor que se pode obter, sobre o risco associado ao investimento em títulos representativos de capital de terceiros; e de que tais notas podem

de fato explicar, em modelos de regressão estatística, parte significativa do *spread* em relação ao ativo livre de risco.

O *rating* sintetiza uma série de informações em uma única nota, que permite comparar o risco de crédito de diferentes espécies de títulos, sejam estes títulos de dívida simples, como os eurobônus, ou resultantes de operações estruturadas, como a securitização. As diretrizes de regulamentação bancária no âmbito de Basiléia II sinalizam crescente importância do *rating* como método de aferição de risco de crédito associado a essas diversas espécies de títulos.

É, por outro lado, claro que o sistema de *ratings* apresenta diversas falhas, que se estendem da dimensão conceitual até erros de aplicação em casos específicos, passando por deficiências na metodologia desenvolvida por cada agência; e que diversos outros fatores além do *rating* têm papel relevante na determinação do custo de capital de terceiros.

O *rating* de determinado título pode, portanto, proporcionar informação relevante sobre o custo de capital associado ao título em questão; mas essa informação deve ser usada com reservas e contrastada com outras informações eventualmente disponíveis.

1.3.3 Método de coleta de dados

1.3.3.1 Considerações sobre o uso do rating como índice (*proxy*) do custo de capital

A busca por evidências de que a estruturação de FIDCs pode resultar em redução do custo de capital é planejada como comparação entre o *rating* associado a essas operações e aquele verificado em emissões de títulos de dívida corporativa por parte das mesmas empresas que cederam seus créditos aos FIDCs.

O uso do *rating* com *proxy* do custo de capital justifica-se porque a comparação direta entre o custo de capital de títulos de dívida corporativa e de cotas de FIDCs é inviável. Com efeito, para uma comparação seria necessário obter informações sobre o *spread* pago em um e outro título, o custo de estruturação e o tratamento tributário conferido ao emissor; e, ainda, analisar essas informações em conjunto com traços particulares de cada operação que influenciam o

spread (por exemplo, prazo de vencimento, prioridade no pagamento, existência de opção de compra em favor do emissor) e no contexto das condições de mercado prevalentes à época de cada emissão.

Ocorre que não há, em demonstrações financeiras, relatórios de gestão ou outros documentos disponíveis ao público, informações suficientes sobre os títulos de dívida corporativa para qualquer subgrupo relevante de empresas que também cederam seus direitos creditórios a FIDCs.

A única informação relativa ao custo de capital que se pode obter sobre a dívida corporativa das empresas que cederam direitos creditórios a FIDCs diz respeito ao *rating* dessa dívida – e mesmo assim, tal informação não está disponível em todos os casos.

Pode-se argumentar que a comparação de *ratings* tem pelo menos uma vantagem significativa sobre a comparação direta do custo de capital: este é influenciado por fatores específicos a cada operação, como o prazo de vencimento, a existência de opção de compra em favor do emissor, o grau de prioridade da dívida em relação ao restante do endividamento e outros, e varia conforme as condições efetivas de liquidez e aversão geral a risco ao longo do tempo. Em análise prospectiva, para empresas em busca de alternativas para captar recursos é ideal considerar o impacto de cada fator separadamente, de modo a chegar à composição que mais lhe favoreça em cada caso.

A unidade de análise será, portanto, uma variável qualitativa de ordem, qual seja, o diferencial entre dois *ratings*.

1.3.3.2 Seleção e coleta de dados

Os dados serão coletados com base no método histórico (SPROULL, 2002), ou de análise de dados históricos (ZIKMUND, 2003). Os dados provirão de fontes secundárias (SPROULL, 2002).

A disponibilidade de dados de boa qualidade é crucial para que a pesquisa seja bem sucedida (COLLIS e HUSSEY, 2005). Para Sproull (2002), no método histórico os dados pré-existem

à análise, não sendo passíveis de serem alterados ou manipulados, e a análise tem o propósito de verificar relações prováveis entre variáveis. A autora nota que é o único método com que se pode investigar o passado, mas que a representatividade dos dados pode ser questionável, haja vista que o pesquisador por vezes não sabe se todos os dados são conhecidos. Outro problema potencial é que a fonte de dados também pode não ser confiável.

O processo de seleção de dados envolve diversas dificuldades. Em primeiro lugar, os FIDCs são fenômeno relativamente recente: as primeiras emissões de cotas foram registradas junto à Comissão de Valores Mobiliários – CVM em dezembro de 2002.

Segundo, um número relativamente pequeno de empresas recorreu a FIDCs até hoje. Embora entre 2002 e 2007 tenham sido registradas na CVM 217 emissões de cotas de FIDCs, boa parte tem por lastro recebíveis originados por instituições financeiras, que fogem ao escopo da presente investigação. Além disso, algumas emissões são veículos ou séries de cotas com o mesmo originador.

Terceiro, empresas podem recorrer à securitização por outras razões que não reduzir o custo de capital de terceiros, como, por exemplo, otimizar a carga tributária de sua gestão financeira ou viabilizar a captação de recursos em situações em que o aporte de capital de terceiros é de outra forma vedado pelas normas vigentes. Nestas situações, a securitização não se coloca como alternativa para reduzir o custo de capital associado a empréstimos bancários e, por isso, não faz sentido comparar o custo de uma e de outro.

Quarto, nem sempre é possível obter dados sobre o custo de capital resultante para empresas originadoras de recebíveis em emissões de cotas de FIDC. Poucos dados estão disponíveis ao público sobre cotas de FIDC objeto de colocação privada. No que diz respeito a FIDCs cujas cotas foram distribuídas publicamente, muitos adquirem seus recebíveis junto a diversas empresas, o que dificulta a investigação do custo de capital individualizado para cada uma delas.

Quinto, não há dados publicamente disponíveis sobre o custo de estruturação e manutenção de FIDCs – fator essencial para eventual comparação quantitativa sobre o custo efetivo de capital –, mesmo para aqueles cujas cotas foram objeto de distribuição pública, antes de outubro de 2005, momento em que estes custos passam a figurar nos prospectos de distribuição pública.

Mesmo nas operações posteriores a 2005, não resta claro se todos os custos de manutenção – como, por exemplo, a taxa devida pelos serviços de custódia – são revelados.

Sexto, não há dados publicamente disponíveis sobre o custo de capital de terceiros (e sua evolução ao longo do tempo) para qualquer subgrupo relevante de empresas dentre aquelas que já recorreram à estruturação de FIDCs para captar recursos.

Tais dificuldades são enfrentadas neste trabalho por meio da adoção de critérios de seleção de operações e empresas a serem comparadas e do uso do diferencial entre notas de classificação de risco do FIDC e da dívida corporativa de longo prazo do originador como evidência de que pode haver um diferencial correspondente no custo de capital, conforme descrito a seguir.

No que diz respeito à seleção das operações e empresas a serem comparadas, adotaram-se os seguintes critérios: foram considerados apenas FIDCs cujas cotas seniores foram objeto de distribuição pública registrada na CVM; com mais de cinco cotistas seniores e constituídos para adquirir recebíveis de uma única empresa originadora.

A condição de registro de distribuição pública na CVM justifica-se pelo fato de que para esse conjunto de FIDCs há um amplo e uniforme conjunto de dados disponíveis publicamente em fontes relativamente confiáveis, quais sejam, o sítio eletrônico da própria CVM e aqueles de sistemas eletrônicos dos mercados de balcão em que as cotas são admitidas à negociação (CETIP, BOVESPAFIX e SOMAFIX). A conferência de informações obtidas em diversos sítios eletrônicos resulta em informações de qualidade relativamente alta.

Outra propriedade que se observa no conjunto de operações sujeitas a registro de distribuição pública é que nestas a proporção de empresas originadoras cuja dívida de longo prazo recebeu nota de *rating* é muito maior do que no conjunto de FIDCs objeto de colocação privada. Isso provavelmente se deve ao fato de que, como os custos associados à distribuição pública são relativamente altos, esta opção é vantajosa principalmente para captação de grandes volumes de recursos. Os grandes volumes de captação são em geral associados a empresas de grande porte, que já acessaram o mercado de capitais com outros instrumentos no passado. Isso torna mais provável que haja *rating* de seu endividamento de longo prazo.

A condição de que haja mais do que cinco cotistas tem por função afastar operações em que o financiamento via mercado de capitais não seja a finalidade preponderante. Com efeito, sabe-se que muitas emissões de valores mobiliários no mercado de capitais em geral, e emissões de cotas de FIDCs em particular, são registradas como públicas por questões regulatórias, como, por exemplo, o fato de que a regulamentação bancária trata de modo diferente as operações de crédito e aquelas com valores mobiliários admitidos a negociação pública. Também se notam finalidades diversas do financiamento via mercado de capitais em FIDCs com poucos cotistas em que investidores e originador dos recebíveis são integrantes do mesmo grupo econômico.

Razão similar, de resto, fundamenta em parte a proposta de concentrar a análise em empresas não financeiras. Para as empresas financeiras a cessão de carteira pode representar atividade empresarial em si mesma, ou estratégia para enquadrar-se a limites operacionais estabelecidos pela regulamentação bancária, mais do que meio de captação de capital. Seria muito difícil identificar essa finalidade em uma ou outra operação, o que poderia comprometer a análise.

A existência de um originador único, como já comentado, é necessária para que se possam obter dados individualizados sobre o custo de capital de cada empresa objeto da comparação.

Foram identificadas 23 operações que preenchem todas as condições acima enunciadas. Tais operações são tabuladas e analisadas no capítulo 4 desta dissertação.

1.4 Propósito da pesquisa

A escassez de estudos científicos e as limitações associadas aos dados disponíveis restringem os propósitos da pesquisa principalmente ao nível exploratório (COLLIS e HUSSEY, 2005).

Seria possível atribuir-lhe finalidade descritiva no que diz respeito a faceta bastante específica do fenômeno da securitização no Brasil, qual seja, o possível diferencial de *rating* entre as cotas seniores de FIDCs exclusivos objeto de distribuição pública e o endividamento de longo prazo de empresas originadoras dos recebíveis respectivos. A metodologia adotada permitiu “investigar e obter informações sobre as características” de tal objeto específico, como se requer na pesquisa descritiva (COLLIS e HUSSEY, 2005).

Ocorre que o universo de operações e empresas originadoras é neste caso apenas uma amostra da população que se quer investigar (empresas brasileiras não-financeiras) e seu *rating*, um substituto para o elemento a investigar, que é o custo de capital. Em ambas as dimensões (população e variável) é impossível precisar quão bem os dados traduzem o fenômeno investigado. A falta de precisão compromete a finalidade descritiva da pesquisa (ZIKMUND, 2003).

A pesquisa exploratória, por outro lado, procura padrões, idéias e hipóteses para investigação posterior (COLLIS e HUSSEY, 2005). O objetivo exploratório parece atingido neste caso: a evidência resultante da análise empreendida legitima novas pesquisas e sugere caminhos para realizá-las.

Especificamente, vislumbra-se a possibilidade de pesquisa descritiva sobre o custo de capital das empresas originadoras, englobando tanto FIDCs colocados privadamente quanto aqueles com múltiplos originadores. Tal pesquisa poderia combinar a metodologia de análise de dados secundários históricos à de *survey*.

Um desdobramento da linha de investigação proposta acima seria pesquisa analítica sobre em que condições a emissão de cotas de FIDC pode resultar em redução de custo de capital. Tal análise exigiria investigação mais profunda sobre os processos de atribuição de *rating* e de formação do preço de emissão de cotas de FIDC. Um passo precedente nessa direção poderia ser o estudo de casos de emissão de cotas de FIDC.

O resultado final das pesquisas propostas seria ampliar o conhecimento sobre as situações em que o FIDC pode ser usado por empresas brasileiras não-financeiras para reduzir seu custo de capital. As empresas poderiam usar tal conhecimento como ferramenta de gestão financeira, eventualmente habilitando-as a realizar investimentos não compatíveis com o custo de capital de terceiros proporcionado pelas operações de crédito tradicionais.

2. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

2.1 O conceito de securitização

Atribui-se a Lewis S. Ranieri, operador da mesa de negociação de hipotecas do banco de investimentos Salomon Brothers entre o fim dos anos 70 e 1987, a criação do termo “securitização” (MCNAMEE, 2004). Ranieri o teria utilizado em entrevista com a repórter Ann Monroe, então responsável pela coluna “Heard on the Street” do Wall Street Journal, sobre a subscrição, pelo Salomon Brothers, do primeiro título negociável a representar o repasse de fluxos financeiros decorrentes de empréstimos hipotecários, emitido pelo Bank of America em 1977 (RANIERI, 1996). Naquele contexto, o termo referia-se ao processo de selecionar e reunir (*pooling*) empréstimos hipotecários e emitir títulos negociáveis no mercado lastreados por tais empréstimos (GRAFF, 2006).

FABOZZI (1998) foi fiel a esse sentido originalmente operacional e prático quando definiu securitização como “processo de selecionar e reunir empréstimos ou recebíveis e de emitir títulos negociáveis no mercado lastreados por tais empréstimos ou recebíveis.”

Outras definições que tratam a securitização como processo incluem: “processo de agrupar empréstimos individualizados e outros instrumentos de dívida, converter o pacote em título(s) negociável(is) e aperfeiçoar seu status ou *rating* de crédito, para posterior venda a terceiros investidores” (KENDALL, 1996); “processo estruturado pelo qual empréstimos e outros recebíveis são agrupados, subscritos e vendidos sob a forma de instrumentos negociáveis no mercado” (ROSENTHAL e OCAMPO, 1988); “transformação de um ativo ilíquido [isto é, para o qual não há mercado em que possa ser negociado] em um título negociável em mercado secundário” (WALKER, 1988); “processo mediante o qual instrumentos negociáveis no mercado, tais como *bonds*, notas promissórias e certificados de depósitos, substituem empréstimos feitos diretamente por instituições financeiras” (COOPER, 1996); “processo em que um dado ativo é retirado do balanço da empresa originadora com a venda a investidores de títulos negociáveis representativos deste mesmo ativo, sem o direito de regresso (ou com direito de regresso limitado) contra o originador” (HENDERSON e SCOTT, 1988); e “processo pelo qual o fluxo de caixa gerado pelos créditos oriundos de direitos creditórios ou bens (recebíveis), originados por uma empresa, é cedido para determinado veículo

(securitizadora, fundo ou sociedade de propósito específico), que, por sua vez, emite títulos ou valores mobiliários representativos de uma fração do total destes ativos” (CANÇADO e GARCIA, 2007).

Essas definições pouco esclarecem sobre a estrutura contratual ou a finalidade econômica da securitização. Isso, porém, parece inevitável, consideradas as múltiplas finalidades a que a securitização serve e a diversidade de estruturas contratuais com que se tem manifestado em diferentes épocas, países e segmentos de mercado.

Para ilustrar como são elusivas as definições orientadas à estrutura contratual e à finalidade econômica da operação, considere-se que Roever e Fabozzi (2003) definiram securitização como forma de financiamento, em que ativos monetários com fluxos de caixa previsíveis são selecionados, reunidos e vendidos para uma terceira organização constituída especialmente para tal fim, que terá tomado um empréstimo, por meio da emissão de títulos lastreados em ativos, para financiar a compra. Ocorre que a securitização pode ter por finalidade otimizar a carga tributária; e às vezes o veículo de securitização não toma empréstimos para adquirir os ativos que servem de lastro aos títulos negociáveis.

Mais recentemente, Fabozzi e Khotari (2007) definem securitização de ativos como processo pelo qual uma organização seleciona e reúne seus direitos relativos a fluxos de caixa futuros identificáveis, transfere seus direitos sobre os fluxos de caixa futuros a outra organização criada especificamente com o único propósito de deter tais direitos e utiliza tais fluxos de caixa futuros para pagar seus investidores ao longo do tempo, contando ou não com suporte creditício de outra fonte além de tais fluxos de caixa. Os autores entendem que tal definição corresponde à expressão “securitização de ativos”, em oposição à expressão “securitização”, de sentido mais amplo, que implicaria o processo pelo qual determinada relação financeira é convertida em operação financeira; e encontram exemplos do processo de securitização em sentido mais amplo na criação de ações para representar a propriedade de uma companhia e na transformação de dívida bancária em títulos negociáveis, como *commercial paper* e *bonds*. A mesma distinção aparece em trabalho anterior de Kothari (2006). É também similar à que encontra Feeney (1995) entre a “securitização primária”, que consiste na captação de recursos mediante emissão de títulos negociáveis no mercado; e “securitização secundária”, que envolve estruturação e agrupamento de empréstimos existentes em títulos negociáveis.

Tal distinção não encontra maior reverberação na literatura científica, e mesmo nos mercados de capitais seu uso não é difundido. A definição mais abrangente abarca conjunto bastante heterogêneo de fenômenos econômicos que, ao que nos parece, vêm sendo estudados sem que o discurso acadêmico lance mão ou se ressinta da ausência dela. Historicamente, o termo “securitização” foi criado para dar nome a fenômeno bem mais recente e restrito. De resto, Fabozzi e Kothari não desenvolvem arcabouço teórico em que seria instrumental a definição mais geral.

Por outro lado, tem-se tornado comum usar o termo securitização, no sentido que os autores atribuem à securitização de ativos, como gênero de que seriam espécies a securitização lastreada em ativos (*asset-backed securitization*) e a securitização de ativos operacionais (*operating-asset securitization*), entre outras. A substituição do termo securitização por securitização de ativos poderia provocar confusão com essas espécies. A distinção feita por Fabozzi e Kothari seria, portanto, não apenas irrelevante como potencialmente causadora de confusão.

A definição mais específica de securitização (de ativos) de Fabozzi e Kothari, e de resto as demais definições que vêm na securitização essencialmente um processo, quando procuram delimitar o campo de direitos passíveis de serem securitizados (por exemplo, empréstimos, recebíveis comerciais ou de serviços, direitos para os quais não há mercado em que possam ser negociados ou direitos sobre fluxos de caixa futuros) parecem ser desafiadas pela evolução da prática financeira.

A despeito disso, no contexto atual de desenvolvimento do mercado de securitização no Brasil (de que se ocupará esta dissertação), será suficiente tomar-se a definição original de Fabozzi, entendendo a securitização como processo de selecionar e reunir empréstimos ou recebíveis e de emitir títulos negociáveis no mercado lastreados por tais empréstimos ou recebíveis; ou a definição mais específica de Fabozzi e Kothari, entendendo-a como processo mediante o qual uma organização seleciona e reúne direitos relativos a fluxos de caixa futuros identificáveis, transfere tais direitos a outra organização, criada especificamente com o único propósito de deter tais direitos, e utiliza tais fluxos de caixa futuros para pagar seus investidores ao longo do tempo, contando ou não com suporte creditício de outra fonte além de tais fluxos de caixa.

2.2 Histórico da securitização

2.2.1 Origens da securitização

Até a década de 1970, a aquisição de moradias nos EUA era custeada principalmente por meio de financiamentos concedidos por instituições de poupança e empréstimo (*thrifts*).⁶

Fatores demográficos criaram então demanda pela propriedade de imóvel residencial, que se mantinha a despeito de os preços das residências subirem mais de 6% ao ano (BAUM, 1996). Ao mesmo tempo, a alta das taxas de juros fez surgir um problema de descasamento entre captações e aplicações das *thrifts*, que emprestavam a taxas reguladas. Quando a curva de rendimentos inverteu-se, o descasamento de prazos entre captações (curtos) e empréstimos (longos) aprofundou a erosão do patrimônio dessas instituições.

Na metade dos anos 70, a sociedade americana começou a questionar se o sistema seria capaz de custear a demanda crescente por moradias no fim dos anos 70 e começo dos 80. A questão fundamental não era o custo do dinheiro, e sim se este estaria disponível (BAUM, 1996).

Para Baum (1996), estava assim dada a condição primordial para a securitização: a escassez de capital para financiamento. No mesmo sentido, Imhof (1992) observa que a securitização foi inicialmente motivada pela necessidade de liberar capital comprometido com hipotecas residenciais.

Ranieri (1996) comenta que, a partir de 1975, Bob Dall, seu mentor no Salomon Brothers, trabalhou com Lee Prussia e Woody Teal, do Bank of America, por mais de dois anos e meio, na criação de um título negociável cuja remuneração, ao longo do tempo, representaria os fluxos de caixa de hipotecas residenciais.

Não havia então instrumentos jurídico-contratuais adequados para desenvolver esse produto. Prevaleceu sugestão feita por John Quinsberry, do escritório de advocacia Brown & Wood,

⁶ As informações reproduzidas nesta seção baseiam-se em Ranieri (1996), exceto onde de outra forma indicado.

de que fossem utilizadas as regras legais do *grantor trust*, figura jurídica normalmente usada para destacar certos ativos e passivos do resto do patrimônio do estipulante. Isso, porém, impedia a administração ativa, bem como qualquer posterior repartição ou recombinação dos fluxos de caixa das hipotecas securitizadas.

Com base nessas regras, em 1977 o Bank of America emitiu o primeiro título negociável representativo de fluxos financeiros de hipotecas, a que foi atribuído o *rating* triplo-A. Mas a colocação do título no mercado fracassou, entre outras razões porque o investimento somente seria lícito sob as leis de cerca de quinze dos cinquenta estados norte-americanos. Outros investidores enfrentavam restrições baseadas em suas próprias regras internas, como a exigência, nos estatutos do New York State Retirement System, de que as hipotecas tivessem valor mínimo unitário de US\$1 milhão.

Três empresas patrocinadas pelo governo norte-americano (*government-sponsored enterprises*, ou “GSEs”), a Fannie Mae, a Ginnie Mae e a Freddie Mac, intervieram então para fomentar o mercado de financiamento imobiliário, por meio da securitização. O fato de serem empresas patrocinadas pelo governo foi decisivo, pois por conta disso restavam isentos os títulos por elas emitidos das restrições a investimentos previstas nas diversas legislações estaduais.

As operações de securitização foram se aperfeiçoando mediante diversas inovações técnicas e legislativas, entre as quais se contam: a criação, pela Ginnie Mae, de fórmula para determinar o *duration* dos títulos; o desenvolvimento, a partir de tese de doutorado de Helen Peters na Universidade da Pennsylvania em 1979 e de contribuições de Wall Street, de técnicas para prever com precisão o prazo de vencimento médio de uma carteira de hipotecas; o estabelecimento de critérios para contabilizar o rendimento dos títulos; a promulgação do Secondary Mortgage Market Enhancement Act de 1994, que tornou lícito o investimento nos títulos para quase todos os investidores, e de nova seção do código tributário, o Trust for Investments in Mortgages, aprovado como parte da reforma tributária de 1986, que criou o Real Estate Mortgage Investment Conduit, veículo de investimento próprio para operações com hipotecas.

Baum (1996), que se juntou à equipe de hipotecas do Salomon Brothers em 1979, sumariza esse histórico ao testemunhar que o lançamento e a consolidação da securitização de hipotecas

residenciais exigiu enorme esforço, inúmeras experiências tecnológicas, a mudança de leis, a educação dos investidores e uma série de experiências baseadas em tentativa e erro.

Para Kendall (1996), as instituições financeiras de Wall Street tiveram sucesso, ao longo do tempo, em mudar as leis tributárias para permitir que os fluxos de caixa dos empréstimos residenciais fluíssem sem impacto tributário até os títulos negociáveis; em desenvolver a capacidade de investimento dos investidores institucionais; e em desenvolver tecnologia computacional necessária para criar novos títulos negociáveis lastreados em fluxos de caixa e para acompanhar a realização de tais fluxos de caixa.

2.2.2 Evolução da securitização

O mercado para títulos negociáveis lastreados em direitos não-imobiliários (em inglês, “*asset-backed securities*”, ou “ABS”) é relativamente novo, se comparado ao de títulos negociáveis lastreados em hipotecas. Sua origem parece identificar-se com emissões de *commercial paper* lastreadas em contas a pagar integralmente cobertas por cartas de crédito (LUPICA, 1998).

A primeira operação típica de ABS acontece em 1985, ano em que a Sperry Corporation vende em oferta pública, por meio de uma sociedade de propósito específico, \$192 milhões em notas promissórias lastreadas em alugueres. A General Motors Acceptance Corporation então realizou uma securitização de mais de \$8 bilhões, entre o fim de 1985 e 1986 (BRYAN, 1998).

Outros segmentos do mercado de crédito em que os tomadores passaram a ser financiados via securitização durante os anos 80 e 90 incluem: financiamento de automóveis, recebíveis de cartão de crédito, locação de equipamentos, dívida de países do terceiro mundo e *junk bonds* (KENDALL, 1996).

À medida que o mercado de ABS expande-se, os emissores passam a utilizar como lastro ativos cada vez mais exóticos, incluindo impostos prediais não pagos, recebíveis de hotéis, recebíveis pela outorga de licença para operar táxis, recebíveis de planos de saúde e recebíveis de contratos com o setor público (LUPICA, 1998).

O fenômeno da diversificação de ativos subjacentes às operações de securitização encontra correspondência na diversificação das finalidades com que essas operações são estruturadas. O ponto é ilustrado pelo relato de Cançado e Garcia (2007) sobre “dois casos do mundo do futebol em que a securitização foi ferramenta indispensável à viabilização de projetos”: a securitização, em 2001, de US\$420 milhões em rendimentos decorrentes da venda de direitos de marketing sobre a Copa do Mundo de Futebol de 2002, “o que permitiu à FIFA antecipar os recursos que lhe garantiram o financiamento do evento”; e, em 2003, a securitização dos recebíveis pela venda de camisetas com o nome do jogador David Beckham, para financiar a estrutura de marketing e a produção dessas camisetas quando da transferência do jogador ao Real Madrid.

Desenvolvimento recente do mercado de securitização

A securitização desenvolveu-se rapidamente em todas as partes do mundo, inicialmente nos mercados desenvolvidos e, a partir do século XXI, também nos mercados emergentes. As Tabelas 1 e 2 mostram a evolução do volume na Europa e na Ásia entre 1996 e 2001.

Tabela 1 - - Novas emissões de títulos securitizados, por região (US\$ milhões)

	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Europa	130.311	83.274	79.897	58.397	50.783	40.285
Japão	26.304	23.462	19.488	8.135	5.881	996
Ásia (exceto Japão)	2.733	1.468	2.216	2.870	3.807	1.745
Austrália e Nova Zelândia	13.966	11.348	9.525	6.341	8.287	3.345

Fonte: SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, 2008.

Tabela 2 - Distribuição por tipo de recebível (2001, em US\$ milhões)

	Europa	Japão	Ásia (exceto Japão)	Austrália e Nova Zelândia
ABS	40.685	15.865	2.139	432
CDO	23.426	1.701	594	0
CMBS	19.273	4.896	0	599
MBS	46.927	3.842	0	12.935
Total	130.311	26.304	2.733	13.966

Fonte: SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, 2008.

Comenta-se a seguir mais detalhadamente o desenvolvimento recente do mercado nos EUA, na América Latina e no Brasil.

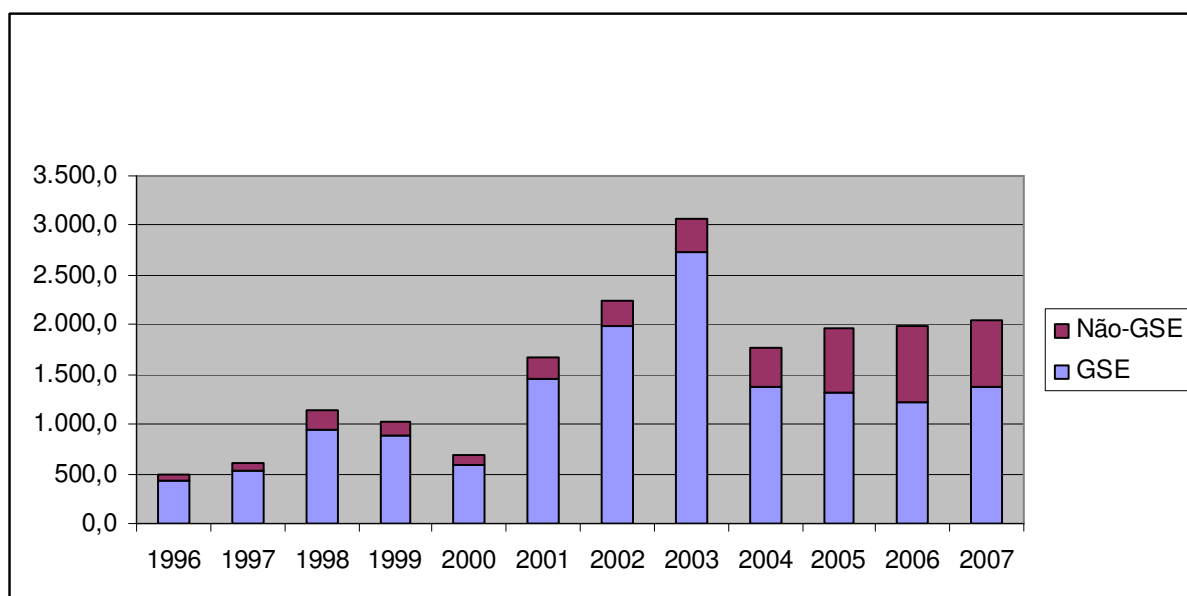
EUA

A securitização hipotecária tornou-se parte essencial do sistema de financiamento imobiliário norte-americano (GREEN e WATCHER, 2007). Em 1996, GSEs emitiram US\$441 bilhões em títulos negociáveis lastreados em empréstimos para aquisição de imóveis garantidos por hipotecas (*mortgage-backed securities* - MBS). As emissões de MBS por outras instituições chegaram a US\$52 bilhões no mesmo ano. Emissões de MBS por GSEs e outras instituições atingem, respectivamente, US\$1,214 trilhão e US\$773 bilhões em 2006; e US\$1,371 trilhão e US\$678 bilhões em 2007, conforme indicado na Tabela 3 e no Quadro 2.

Tabela 3 - Emissão de MBS nos EUA (US\$ bilhões)

Ano	GSE	Não-GSE	Total
1996	440,7	51,9	492,6
1997	535,0	69,4	604,4
1998	952,0	191,9	1.143,9
1999	884,9	140,5	1.025,4
2000	582,3	102,1	684,4
2001	1.454,8	216,5	1.671,3
2002	1.985,3	263,9	2.249,2
2003	2.725,8	345,3	3.071,1
2004	1.375,2	403,8	1.779,0
2005	1.321,0	645,7	1.966,7
2006	1.214,7	773,1	1.987,8
2007	1.371,7	678,4	2.050,1

Fonte: SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, 2008.

**Quadro 2 - Emissão de títulos com lastro em hipotecas nos EUA (US\$ bilhões)**

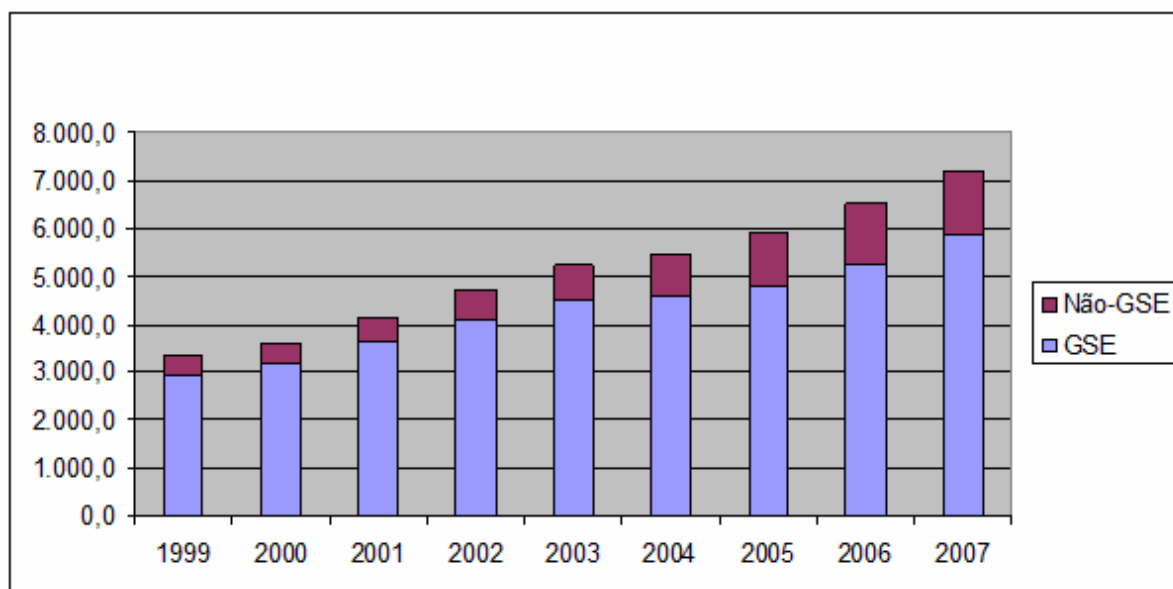
Fonte: SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, 2008.

O estoque de MBS no mercado norte-americano passa de US\$3,334 trilhões em 1999 para US\$7,210 trilhões em 2007, conforme indicado na Tabela 4 e no Quadro 3.

Tabela 4 - Estoque de MBS nos EUA (US\$ bilhões)

Ano	GSE	Não-GSE	Total
1999	2.954,2	380,1	3.334,3
2000	3.155,8	410,0	3.565,8
2001	3.631,5	495,9	4.127,4
2002	4.084,3	602,1	4.686,4
2003	4.496,4	742,2	5.238,6
2004	4.570,4	885,4	5.455,8
2005	4.798,2	1.118,4	5.916,6
2006	5.220,2	1.284,1	6.504,3
2007	5.889,4	1.320,9	7.210,3

Fonte: SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, 2008.



Quadro 3 - Estoque de MBS (US\$ bilhões)

Fonte: SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, 2008.

O mercado de ABS nos EUA experimentou crescimento vigoroso na última década, passando de um estoque de títulos no mercado de US\$404 bilhões em 1996 para US\$2,472 trilhões em 2007 (SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, 2008), conforme indicado na Tabela 5.

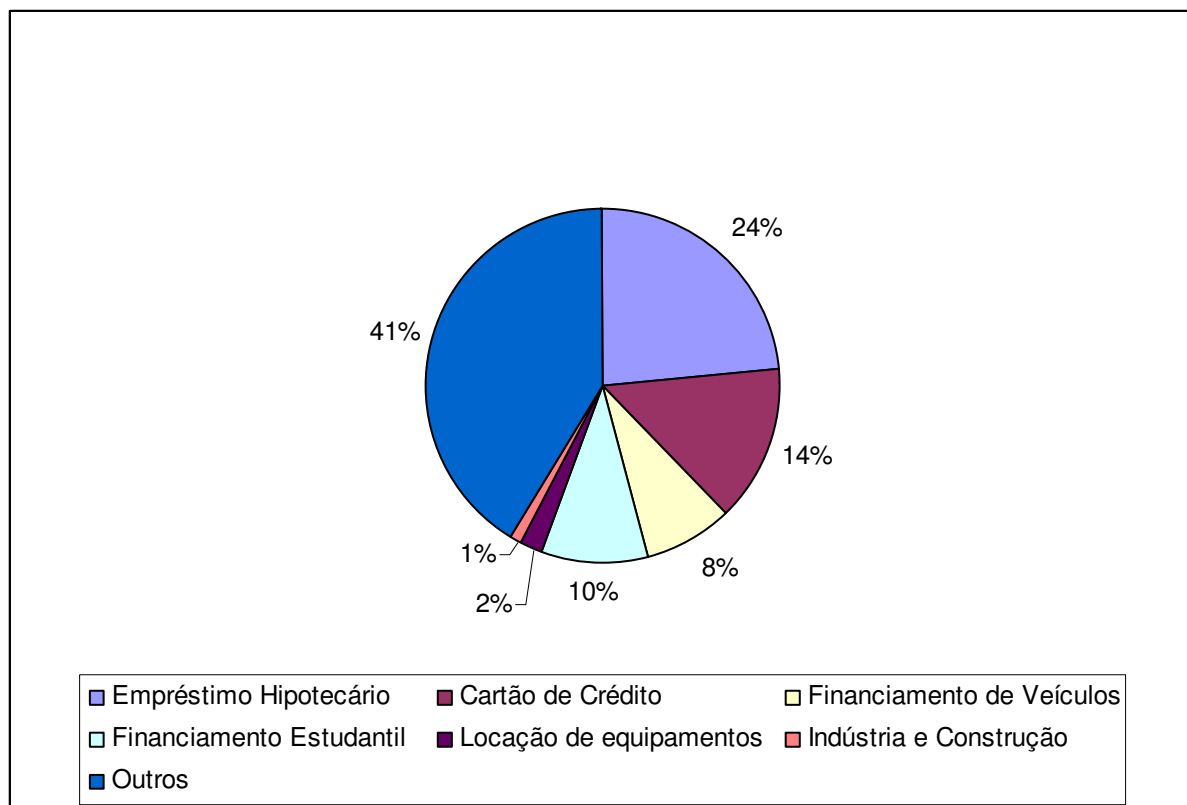
Tabela 5 - Evolução do mercado norte-americano de ABS, por tipo de recebível (US\$ bilhões)

Ano	Emprest. Hipoteca	Cartão de Crédito	Financ. Veículos	Financ. Estudantil	Locação equip.	Indústria / Constr.	Outros	Total
1996	51,6	180,7	71,4	10,1	23,7	14,6	52,3	404,4
1997	90,2	214,5	77,0	18,3	35,2	19,1	81,5	535,8
1998	124,2	236,7	86,9	25,0	41,4	25,0	192,3	731,5
1999	141,9	257,9	114,1	36,4	51,4	33,8	265,3	900,8
2000	151,5	306,3	133,1	41,1	58,8	36,9	344,1	1.071,8
2001	185,1	361,9	187,9	60,2	70,2	42,7	373,2	1.281,2
2002	286,5	397,9	221,7	74,4	68,3	44,5	449,9	1.543,2
2003	346,0	401,9	234,5	99,2	70,1	44,3	497,7	1.693,7
2004	454,0	390,7	232,1	115,2	70,7	42,2	522,9	1.827,8
2005	551,1	356,7	219,7	153,2	61,8	34,5	578,2	1.955,2
2006	581,2	339,9	202,4	183,6	53,1	28,8	741,4	2.130,4
2007	585,6	347,8	198,5	243,9	46,2	26,9	1.023,5	2.472,4

Fonte: SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, 2008.

Nota-se que a classe de ativos com maior volume de emissão é a dos empréstimos pessoais garantidos por hipoteca residencial, mas que há grande diversificação, como indicado na Tabela 5 e no Quadro 4.⁷

⁷ O empréstimo neste caso não se vincula à aquisição do imóvel, como é o caso da operação que serve de lastro no mercado MBS. O tomador pode utilizar os recursos como quiser, por exemplo, para consumo. Essa hipoteca do mercado ABS geralmente é de segundo grau, ou seja, é constituída após aquela criada para financiar a aquisição do imóvel e que pode servir de lastro a uma operação no mercado MBS.



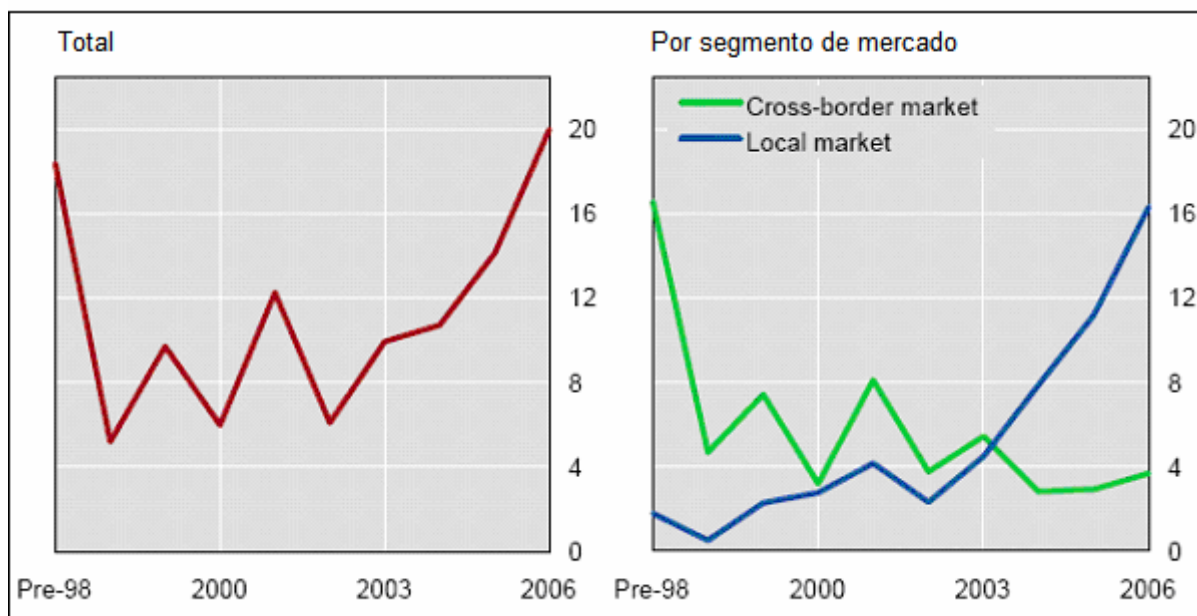
Quadro 4 - Dispersão do mercado ABS por tipo de recebível em 2007

Fonte: SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, 2008.

América Latina

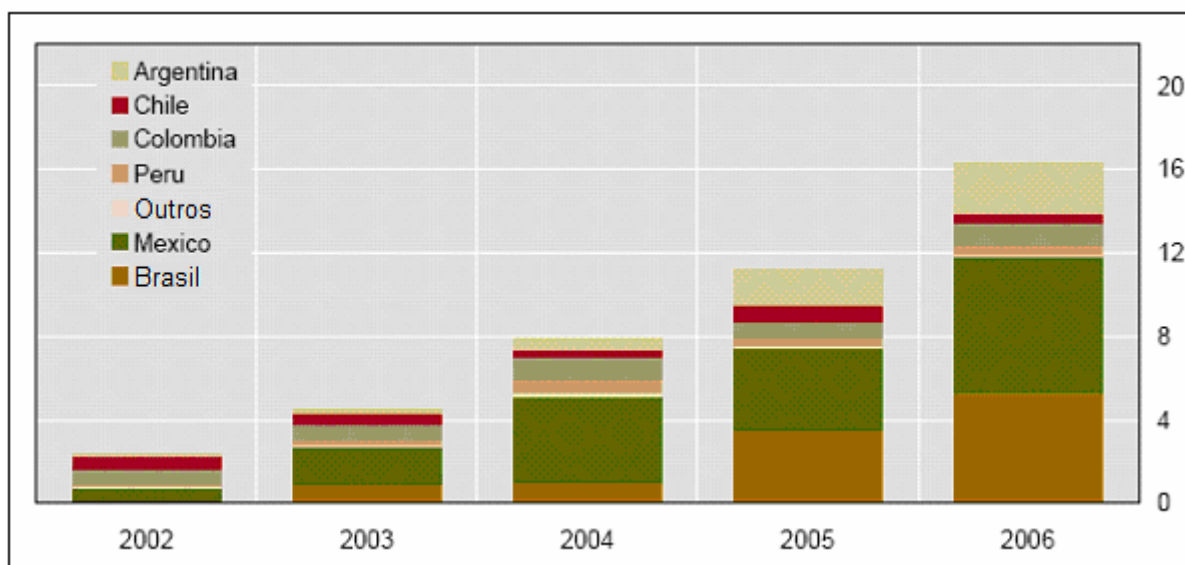
Scatigna e Tovar (2007) narram em três fases o desenvolvimento da securitização na América Latina. Na primeira, que se estende até meados da década de 1990, predominam operações no mercado internacional envolvendo recebíveis indexados a moeda estrangeira, promovidas apenas pelos maiores e mais sólidos grupos empresariais da região. A segunda, marcada pela instabilidade associada às crises financeiras internacionais do fim dos anos 90, à moratória argentina e às eleições brasileiras, caracteriza-se por retração das securitizações no mercado internacional e desenvolvimento dos mercados domésticos limitado ao Chile e à Colômbia, onde se vê expansão de emissões com lastro em hipotecas. Na terceira fase, que tem início em 2003, há rápida expansão da securitização nos mercados de capitais locais, principalmente no Brasil e no México. O valor total das operações de securitização na região passa de US\$6 bilhões em 2002 a US\$20 bilhões em 2006.

Do total em 2006, as operações em mercados de capitais locais respondem por US\$16,4 bilhões. Securitizações nos mercados de capitais brasileiro e mexicano atingem nesse ano US\$5,3 bilhões e US\$6,5 bilhões, respectivamente, representando 72% do total de operações em mercados locais, conforme indicado no Quadro 5 e no Quadro 6.



Quadro 5 - Securitização na América Latina (em US\$ bilhões)

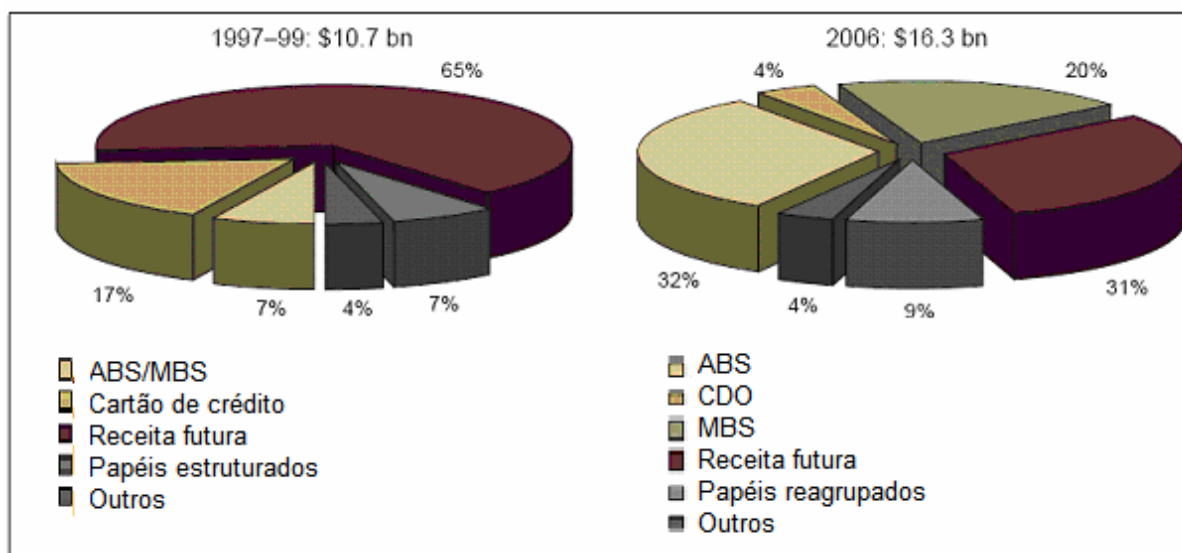
Fonte: SCATIGNA e TOVAR, 2007.



Quadro 6 - Securitização em mercados locais na América Latina (em US\$ bilhões)

Fonte: SCATIGNA e TOVAR, 2007.

O Quadro 7 revela crescente diversificação dos tipos de recebíveis securitizados. Mas esse movimento deve-se principalmente a Brasil e México. O demais mercados locais tendem a se manter dependentes de uma única classe de ativos.



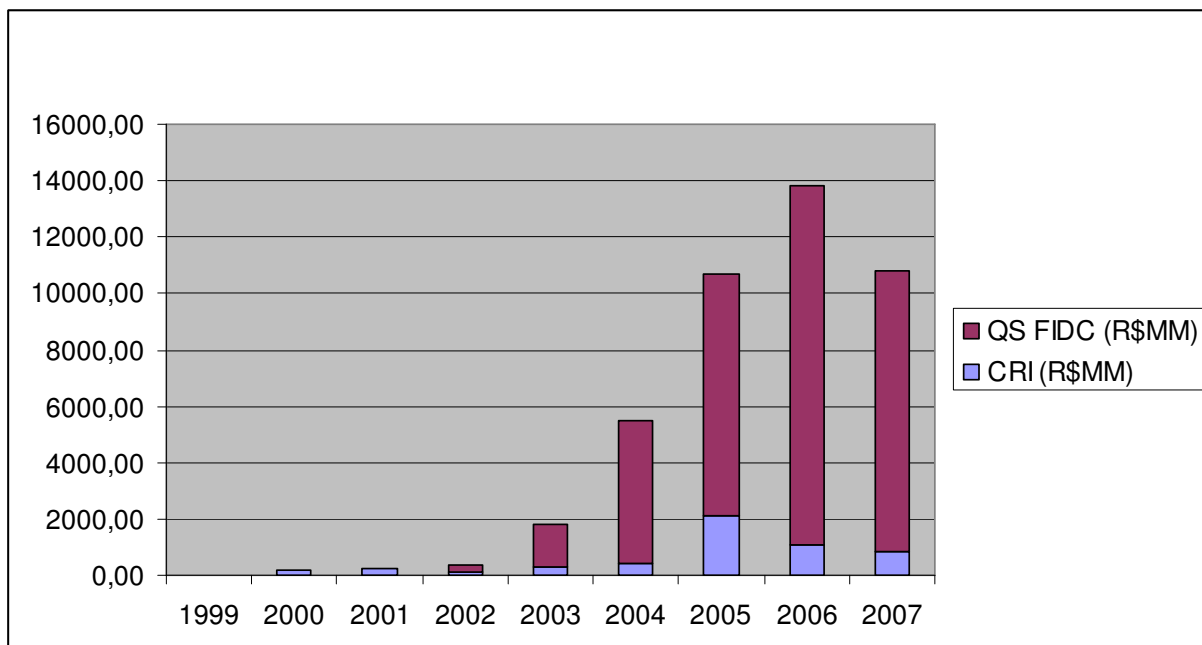
Quadro 7 - Securitização em mercados locais na América Latina – por tipo de recebível

Fonte: SCATIGNA e TOVAR, 2007.

Brasil

Os principais títulos de securitização no Brasil são as cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs, objeto da presente investigação, e os Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRIs emitidos por companhias securitizadoras imobiliárias.

As emissões de CRIs têm início em 1999: 2 emissões, com valor total de R\$12,90 milhões, foram registradas na CVM naquele ano. Em 2002, ano em que se registram as primeiras emissões de cotas de fundos de investimento em direitos creditórios – FIDCs, três emissões de cotas seniores de FIDCs (todas registradas em dezembro de 2002), no valor de R\$200,00 milhões, juntaram-se a nove emissões de CRIs, no valor de R\$143,23 milhões. Os CRIs alcançam R\$2,10 bilhões em 34 operações em 2005, e R\$1,07 bilhão em 77 operações em 2006, para então retroceder a R\$868,30 milhões em 40 operações em 2007. Os FIDCs atingem R\$8,58 bilhões em 46 operações em 2005; R\$12,78 bilhões em 63 operações em 2006; e R\$9,96 bilhões em 65 operações em 2007, como se vê no Quadro 8.



Quadro 8 – Ofertas públicas de CRIs e cotas seniores de FIDCs

Fonte: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2008.

A Tabela 6 indica valores e número de emissões de CRIs e de FIDCs registradas na CVM.

Tabela 6 - Emissões de CRIs e FIDCs

Ano	CRI (R\$ milhões)	FIDC (R\$ milhões)	Total (R\$ milhões)	Emissões de CRI	Emissões de FIDC	Total de emissões
1999	12,90	..	12,90	2	..	2
2000	171,67	..	171,67	5	..	5
2001	222,80	..	222,80	13	..	13
2002	143,23	200,00	343,23	9	3	12
2003	287,60	1.540,00	1.827,60	17	8	25
2004	403,08	5.088,65	5.491,73	27	32	59
2005	2102,32	8.579,13	10.681,45	34	46	80
2006	1071,44	12.777,40	13.848,83	77	63	140
2007	868,30	9.961,56	10.829,85	40	65	105

Fonte: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2008.

2.2.3 Tendências atuais e perspectivas

A crise do subprime

Em 2007, a securitização ganhou as primeiras páginas dos principais veículos de comunicação do mundo de modo infame: a chamada crise do *subprime*⁸ é um dos eventos que se encontram na origem da atual crise financeira internacional e da desaceleração da economia dos EUA e global ora em curso.

O termo *subprime*, no contexto da presente crise, corresponde a um segmento do mercado MBS. O mercado MBS nos EUA é composto por títulos negociáveis cuja emissão conta com a participação de GSEs e por títulos estruturados por instituições privadas (*private label*). Os títulos *private label* tipicamente têm lastro em conjuntos de recebíveis que não se conformam aos parâmetros de securitização das GSEs, por exemplo, porque os empréstimos ultrapassam o limite de valor individual que as GSEs são autorizadas a comprar (*jumbo mortgages*), ou porque o risco de crédito é superior ao admitido pelas GSEs (GREEN e WATCHER, 2007).

Para Green e Watcher (2007), uma importante diferença entre MBS estruturados com participação de GSEs e MBS *private label* é que estes são organizados em sub-grupos com diferentes níveis de risco de crédito (e de taxa de retorno esperado), o que em geral não ocorre com aqueles.

O segmento *subprime* corresponde a MDS lastreados em empréstimos a pessoas físicas com elevado risco de crédito; por exemplo, porque o tomador do crédito não tem renda compatível com as prestações, tem histórico recente de inadimplemento ou não dispõe documentação de adequada (TORRES FILHO, 2008).

No final dos anos 90, o espectro de risco de crédito coberto pelas MBS *private label* situava-se preponderantemente no universo de tomadores *prime*, ou seja, com baixo risco de crédito.

⁸ Por exemplo, a ferramenta de busca do sítio eletrônico do Financial Times, importante publicação financeira em língua inglesa, revela 18 artigos com a palavra “subprime” em 2006. Esse número sobe para 518 apenas ao longo do primeiro trimestre de 2007, 483 no segundo trimestre, 2375 no terceiro trimestre e 2406 no quarto trimestre. No Brasil, a “crise do *subprime*” estendeu-se das publicações especializadas e editoriais de economia para o centro do noticiário, chegando a aparecer em pronunciamentos do Presidente Lula em setembro de 2007.

O preço dos imóveis nos EUA experimentava alta generalizada, e mesmo as MBS de maior risco de crédito apresentavam perdas pequenas.

No começo do século XXI ocorre um forte aumento do mercado *private label*, impulsionado pela emissão de MBS *subprime* e *Alt-A* (com risco de crédito intermediário entre o *prime* e o *subprime*). Apenas entre 2003 e 2005, a participação dos títulos *subprime* e *Alt-A* no mercado *private label* cresce de 41% para 76% (ENGLAND, 2006). US\$437 bilhões em títulos *subprime* foram emitidos entre janeiro e o começo de dezembro de 2006 (SCHOLTES, MACKENZIE e WIGHTON, 2006).

A percepção de mercado sobre a qualidade das MBS *subprime* se deteriora nos últimos meses de 2006. Um divisor de águas parece ser a falência da Ownit Mortgage Solutions, financiadora hipotecária baseada na Califórnia, em que a Merrill Lynch havia adquirido participação acionária de 15% poucos meses antes (SCHOLTES, MACKENZIE e WIGHTON, 2006). Ao longo de 2007 a desconfiança em relação às operações *subprime* torna-se mais profunda e contamina agentes financeiros com exposição ao mercado *subprime* ao redor do mundo. A suspeição relativa à situação patrimonial dessas agentes, por sua vez, faz com que o receio se espalhe para outros segmentos do mercado financeiro.

Apontam-se como determinantes do desenvolvimento excessivamente rápido do mercado *Alt-A* e *subprime*, dentre outros fatores, a distorção de incentivos aos originadores de MBS, cuja remuneração vincula-se ao volume de operações originadas; crescente pressão competitiva no mercado *private label*; e expectativas excessivamente otimistas quanto à evolução futura do preço de imóveis, provavelmente baseadas em extrapolação do recente movimento altista para o longo prazo (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2007).

Green e Watcher (2007), embora reconhecendo a dificuldade de se identificarem as causas de uma crise ainda em andamento, apontam como possível fator os problemas de quantificação e conseqüentemente de apreçamento de risco no mercado *subprime*: enquanto no mercado *prime* condições financeiras relativamente uniformes são oferecidas a todo tomador que se enquadre em certo padrão, para o qual se aplicam modelos econométricos apoiados em milhões de ocorrências, no mercado *subprime* há efetiva incerteza sobre o comportamento do tomador em condições diversas daquelas de preços constantemente crescentes desde o fim da década de 1990. As agências de classificação de risco, por sua vez, não deram importância ao

fato de que o aspecto sistêmico do risco de crédito no *subprime* não se dilui na diversificação. E investidores deixaram de considerar que os originadores tinham incentivos para estruturar novas operações independentemente de sua qualidade.

A crise do *subprime* ilustra como a livre circulação de títulos securitizados pode disseminar os riscos associados a problemas na estruturação e apreçamento desses títulos. Mas os incentivos e a assimetria de informações relevados pela crise não são específicos à securitização: essas são questões comuns em todas as áreas do domínio econômico. Não há nada que deponha contra a securitização em si nesse contexto.

Para que a crise seja superada, além do ajuste na percepção dos investidores sobre o risco das operações *subprime*, em curso desde 2006, espera-se que a regulação externa ou da própria indústria promova maior transparência nas operações e proteção contra o risco sistêmico de contaminação do setor financeiro.

Os problemas que deram origem à crise do *subprime* parecem ainda distantes da realidade brasileira. O estoque de recebíveis com baixo risco de crédito (*prime*) no setor imobiliário e em outros setores mal começou a ser explorado e as altas taxas de juros na economia inibem o apelo de ativos de alto risco. Nessas condições, parece inexistir campo fértil para securitizar empréstimos de baixa qualidade.

Papel da securitização no financiamento imobiliário

O mercado MBS nos EUA demonstra que a securitização pode, sob certas condições, assumir papel de destaque na organização do mercado de crédito imobiliário em determinados países. No entanto, depois de analisar a evolução do mercado imobiliário ao redor do mundo e em particular na Europa, em Bangladesh, na Coreia do Sul e na Austrália, Green e Watcher (2007) concluem não haver evidência de que a securitização seja a solução mais apropriada em todos os casos. Dentre os países analisados a securitização é o mecanismo prevalente de financiamento imobiliário apenas na Austrália (além de nos EUA). Na América Latina, nota-se que apenas o México foi bem sucedido em transformar a securitização em principal canal de financiamento imobiliário (SCATIGNA e TOVAR, 2007).

Chiquier, Hassler e Lea (2004) notam que os requisitos de infra-estrutura para um mercado de securitização são elevados, custosos e demandam tempo para serem preenchidos. Green e Watcher (2007) argumentam que a conexão entre o mercado de capitais e o mercado de empréstimos hipotecários traz benefícios para poupadores e tomadores de crédito, mas pode ser obtida também por sistemas de captação de recursos baseados em depósitos ou títulos bancários.

3. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS NO BRASIL

3.1 Origens da securitização no mercado brasileiro

A securitização de créditos no Brasil é um fenômeno recente. A primeira operação de que se tem notícia no mercado doméstico foi realizada em 1994, ano em que a Mesbla Trust, uma sociedade de propósito específico - SPE, emitiu debêntures lastreadas em créditos originados pela Mesbla S/A, operadora de uma renomada rede de lojas de departamentos.

Cançado e Garcia (2007) notam que, além do pioneirismo, essa operação criou importante precedente judicial favorável à securitização: tendo a originadora dos créditos falido enquanto suas debêntures encontravam-se em circulação, o Poder Judiciário reconheceu como válida a segregação dos ativos da emissora em relação aos da originadora e os investidores receberam o retorno de seus investimentos de acordo com o programado. Tal decisão significou no caso que os direitos creditórios securitizados haviam sido efetivamente transferidos ao veículo de securitização e somente poderiam ser reclamados pelos titulares de títulos por este emitidos e nos termos dos contratos da operação – e não por acionistas e demais credores da companhia originadora.

Outras 17 operações estruturadas com base em SPEs seguiram-se entre 1995 e 2000, tendo por lastro créditos comerciais e financeiros cedidos por grupos empresariais como Mappin, Fininvest e Odebrecht.

Embora tenham passado no importante teste da segregação de ativos, as operações baseadas em SPEs implicavam pesados custos tributários e de estruturação. Em essência, constituía-se

uma nova sociedade anônima, sujeita ao mesmo regime tributário e de governança aplicáveis às demais S/As, e procedia-se à abertura de seu capital, da mesma forma que faz uma empresa quando realiza distribuição pública inicial de suas ações. O uso de empresa com estrutura tradicional como veículo de securitização implicava, assim, duplicação de custos e tributos sobre aquele da empresa originadora dos recebíveis securitizados.

O número de operações de securitização seguiu em patamar modesto até a regulamentação de novos veículos de securitização, os mais relevantes dos quais, para empresas não-financeiras, são a companhias securitizadora de créditos imobiliários, capaz de emitir o Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI, e o FIDC. A regulamentação e características do FIDC são discutidas a seguir.

3.2 O FIDC

3.2.1 Principais características dos FIDCs

A Resolução nº 2.907, de 29 de novembro de 2001, do Conselho Monetário Nacional - CMN, e a Instrução nºs 356, de 17 de dezembro de 2001, da CVM, respectivamente instituíram e regulamentaram a constituição e o funcionamento de FIDCs e de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIC-FIDCs.

O FIDC, à maneira de outros fundos de investimento no Brasil, é uma comunhão de recursos, direitos e obrigações mantidos e administrados em regime de condomínio. Diferentemente do que tipicamente se passa com empresas, o FIDC não tem personalidade jurídica ou patrimônio juridicamente separado do de seus investidores, ou cotistas.

A carteira do FIDC pode ser composta por recebíveis originários de operações financeiras, comerciais, industriais, imobiliárias, hipotecárias, de arrendamento mercantil ou de prestação de serviços. A aplicação do FIDC em recebíveis cujo pagamento futuro é contrapartida de obrigações ainda não cumpridas pelo originador (por exemplo, o fornecimento continuado de energia elétrica, ou a venda de mercadorias a termo) somente é possível se o pagamento for garantido por instituição financeira ou sociedade seguradora.

O regulamento do FIDC deve definir a política de investimento e determinar eventuais limites a concentração em um originador ou devedor. O regulamento pode ainda prever distinção de direitos e obrigações entre cotistas detentores de cotas seniores e subordinadas. As cotas seniores devem ter uma única classe e seus cotistas os mesmos direitos e obrigações. Já as cotas subordinadas podem ser emitidas em diferentes classes, cada qual sujeita a distintos conjuntos de direitos e obrigações.

O FIDC pode ser organizado como condomínio aberto, em que se admite o resgate de cotas antes do término do prazo de duração do fundo, ou fechado, caso em que as cotas podem ser resgatadas somente ao término do prazo ou por ocasião da liquidação do FIDC (aditem-se contudo amortizações de cotas antes desses eventos).

O FIDC deve contar com um administrador e contratar serviço de custódia de seus recebíveis. A administração pode ser exercida por banco múltiplo, comercial ou de investimento; pela Caixa Econômica Federal; por sociedade de crédito, financiamento e investimento; por sociedade corretora ou por distribuidora de títulos e valores mobiliários. A custódia deve ser exercida por instituição credenciada na CVM.

A aplicação em cotas de FIDC deve ter valor mínimo de R\$25 mil e somente pode ser realizada por instituições financeiras, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, empresas não-financeiras com patrimônio líquido superior a R\$5 milhões, investidores individuais que possuam carteiras de valores mobiliários e/ou cotas de fundos de investimentos de valor superior a R\$250 mil, fundos de investimento em cotas destinados exclusivamente a investidores qualificados e pessoas físicas com patrimônio superior a R\$5 milhões.

As cotas do FIDC devem ser avaliadas ao menos mensalmente, de acordo com metodologia estabelecida no regulamento. O fundo deve ter *rating* atribuído e atualizado trimestralmente por agência especializada.⁹ Alterações à nota devem ser divulgadas ao mercado como fato relevante.

⁹ O *rating* pode ser dispensado em situações específicas previstas na regulamentação.

Pagamentos a título de amortização ou de resgate de cotas subordinadas devem ocorrer somente após o pagamento aos titulares de cotas seniores. Como se comenta na seção 3.3, é comum que cotas seniores sejam subscritas por investidores e cotas subordinadas, pelo originador dos créditos. Isso cumpre a dupla função de proporcionar garantia adicional aos cotistas seniores e permitir ao originador apropriar-se de eventual excedente de remuneração, caso o pagamento dos recebíveis exceda o necessário para pagar as cotas seniores.

O FIDC pode entrar em operação após protocolo na CVM da deliberação de sua constituição e de outras informações e documentos. As cotas do FIDC podem ser objeto de distribuição pública ou privada e admitidas à negociação em bolsas de valores ou mercado de balcão.

3.2.2 Tributação do FIDC

O FIDC, à maneira do que ocorre com os fundos de investimento financeiro em geral, não está sujeito à incidência de tributos, exceto que os cotistas do fundo sujeitam-se à retenção mensal do Imposto de Renda na fonte (vulgarmente chamado de "come-cotas"), e somente se o FIDC for um condomínio aberto. Se o fundo for constituído como condomínio fechado, o Imposto de Renda será retido na fonte apenas por ocasião de sua liquidação ou da amortização das cotas.

O FIDC tem, portanto, impacto tributário essencialmente “neutro”, no sentido de que sua interposição entre a empresa originadora e os investidores como veículo para adquirir, agrupar e receber pagamentos de recebíveis e distribuir o resultado da operação (líquido de despesas operacionais) não aumenta, nem diminui a carga tributária a que a empresa originadora e seus recebíveis estavam originalmente sujeitos.

Isso representa vantagem significativa sobre as sociedades de propósito específico utilizadas até o advento do FIDC em operações de securitização. Como mencionado na seção 3.1, nessas sociedades, os recebíveis adquiridos e pagos tipicamente representam receita tributável pelo PIS e pela Cofins e o resultado líquido da operação representa lucro (apurado conforme a legislação tributária, com deduções e ajustes aplicáveis) sujeito na pessoa jurídica a Imposto de Renda e à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.

3.2.3 Aspectos contábeis

A securitização de recebíveis por meio de FIDC somente cria obrigações contabilizáveis no balanço da empresa originadora se a operação envolver assunção de compromisso de pagar os recebíveis caso os devedores não o façam ou outra forma de garantia de continuidade do fluxo de recursos financeiros para o FIDC, ou mesmo o pagamento da remuneração esperada pelos cotistas. Nas situações em que não há esse tipo de obrigação, a securitização não tem impacto direto sobre o passivo da originadora. A securitização assemelha-se então à venda de um ativo: dá-se baixa no ativo vendido (neste caso, os direitos creditórios cedidos, à medida que os mesmos são reconhecidos no balanço da originadora) e lançam-se no caixa os recursos financeiros obtidos em contrapartida pela cessão dos direitos creditórios ao fundo.

Isso significa que as operações que não contam com co-obrigação ou outra forma de garantia da originadora não têm impacto sobre o nível de endividamento e, portanto, sobre a estrutura de capital. Tal característica pode representar importante vantagem para empresas com nível elevado de alavancagem, que teriam dificuldades em captar novos recursos em operações tradicionais.

O FIDC não é, de resto, contabilizado no ativo da empresa originadora, exceto por eventuais cotas subordinadas que esta venha a subscrever e integralizar. As cotas seniores pertencem aos investidores, não à empresa originadora, e como tal não integram o ativo desta. A securitização em que não há co-obrigação ou outra garantia da originadora fica, portanto, essencialmente fora do balanço desta (exceto por cotas seniores que venha a integralizar).

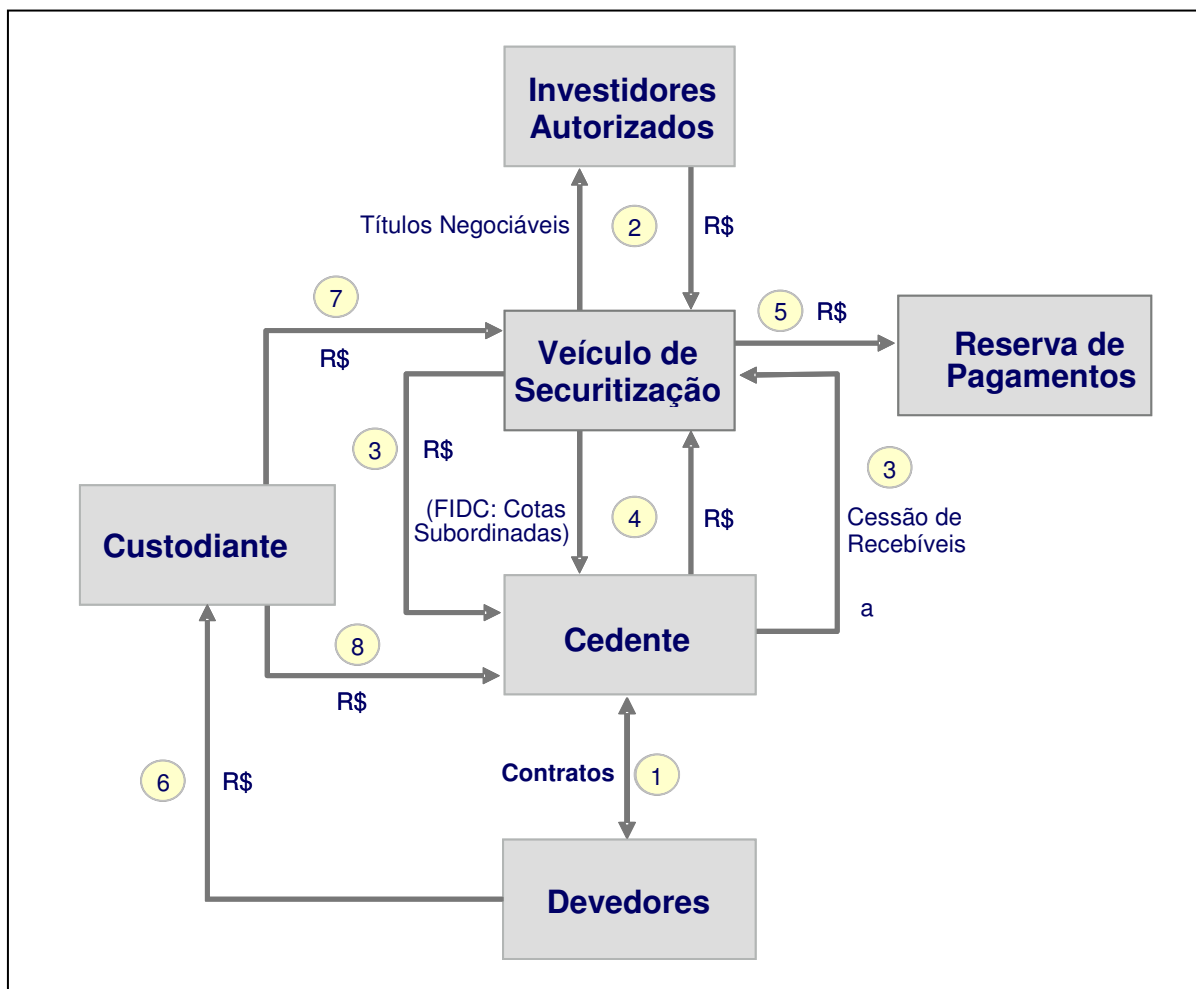
3.2.4 Alterações na regulamentação

As Instruções nº 442, 443, 444 e 446, todas da CVM, de dezembro de 2006, estabeleceram novas regras para a emissão e a distribuição de CRIs e cotas de FIDCs. Entre as alterações trazidas por essas normas, para ambas as espécies de títulos tornou-se obrigatória a elaboração de prospecto de distribuição pública, com informações que permitam aos investidores avaliar o risco associado ao investimento no papel. Também foi fixado limite de concentração máximo de 20% do lastro dos CRIs ou do patrimônio líquido do FIDC em direitos creditórios

de um mesmo devedor, coobrigado ou, no caso de créditos não-performados sem garantia de seguradora ou instituição financeira, de um mesmo originador, com algumas exceções.

3.3 Esquema operacional e financeiro das emissões de FIDC

O esquema operacional e financeiro típico de uma operação de securitização no Brasil são descritos no Quadro 9. O esquema reproduz a securitização via FIDC, mas aplica-se *mutatis mutandis* a CRIs ou a debêntures de companhias securitizadoras de propósito específico.



Quadro 9 - Esquema operacional e financeiro do FIDC

Fonte: FIDC Cobra (2006), adaptado pelo autor.

No esquema representado no Quadro 9:

- 1) O cedente ou originador dos créditos celebra contratos de concessão de crédito, de venda de mercadorias e/ou de prestação de serviços com os devedores ou sacados dos recebíveis, que são a contrapartida pela entrega do crédito ou das mercadorias ou pela prestação dos serviços. A prestação do cedente (concessão do crédito, entrega da mercadoria ou prestação do serviço contratado) pode ter sido cumprida antes da cessão dos recebíveis (hipótese em que os recebíveis são chamados *performados*), no todo ou em parte, ou vir a sê-lo depois (recebíveis *não-performados*).
- 2) O veículo de securitização emite títulos negociáveis cuja remuneração é vinculada ao pagamento dos recebíveis cedidos. Os títulos podem ser cotas seniores de um FIDC, CRIs de uma companhia de securitização imobiliária, debêntures de uma companhia securitizadora organizada como sociedade de propósito específico - SPE ou outros. Os títulos são subscritos e integralizados por investidores autorizados (conforme regulamentação aplicável ao tipo de securitização em questão).
- 3) Os recebíveis são cedidos ao veículo de securitização, por um preço que corresponde ao seu valor presente a uma taxa de desconto previamente ajustada. O veículo de securitização paga o preço com recursos arrecadados com a integralização dos títulos. Juntamente com os recebíveis são cedidos todos os seus acessórios e garantias.
- 4) Caso o veículo de securitização seja um FIDC, é comum que este emita também cotas subordinadas, que são subscritas pelo cedente em recebíveis ou em dinheiro. As cotas subordinadas conferem ao seu titular o direito de receber todo o resultado financeiro do fundo que exceder o parâmetro de remuneração fixado para as cotas seniores sobre os recebíveis adquiridos com o capital aplicado pelos investidores autorizados, mas somente após o pagamento destas. As cotas subordinadas têm assim dupla função: os recursos ou recebíveis aportados por ocasião de sua integralização funcionam como garantia de pagamento das cotas seniores em caso de o pagamento dos recebíveis ser inferior ao necessário para pagar a remuneração esperada; e, em caso de pagamento superior ao necessário, conduzem os excedentes de volta ao cedente.
- 5) Os recursos obtidos com a integralização das cotas subordinadas, ou com o pagamento dos recebíveis de vencimento mais próximo, são utilizados para constituir reserva de pagamento.

- 6) Os devedores pagam os recebíveis, depositando os valores correspondentes em conta bancária administrada pelo custodiante da operação. Quando os devedores constituem um grande conjunto de pessoas físicas, é comum que os recebíveis continuem sendo pagos ao cedente, que então os transfere a conta administrada pelo custodiante, exceto que em circunstâncias excepcionais (definidas nos contratos da operação) em que cabe ao veículo de securitização deslocar o fluxo de recursos. Entre as razões para manter a rede de arrecadação do cedente enquanto a operação segue em curso normal estão os custos necessários para criar rede paralela e o risco de interferência no comportamento dos devedores.
- 7) Os valores em depósito com o custodiante são direcionados para recompor as reservas de pagamento, pagar despesas do veículo de securitização e amortizar os títulos.
- 8) Eventual excesso é devolvido ao cedente, diretamente ou (em se tratando de FIDC) como remuneração das cotas subordinadas.

4. ANÁLISE DO CONJUNTO DE DADOS SELECIONADO

4.1 Lista de operações de securitização de recebíveis de empresas não-financeiras

A Tabela 7 demonstra os dados encontrados sobre as operações encontradas segundo a metodologia descrita na seção 1.3. A Tabela 8 e a Tabela 9 fornecem dados complementares sobre essas operações.

Tabela 7 - Operações Seleccionadas: valores, prazo, metas de rentabilidade e ratings

Data de emissão	Emissor	Originador	Valor das Cotas Seniores Subscritas	Amortização (meses)	Rentabilidade (a.a.)	Agência de Rating	Rating FIDC	Rating empresa
27/2/2004	FIDC CPFL Piratininga	Cia. Piratininga de Força e Luz	R\$ 200.000.000,00	36	DI * 104,5%	Fitch	AA-(bra)	A(bra)
27/8/2004	Amanco FIDC	Amanco Brasil S/A	R\$ 48.000.000,00	66	DI * 110%	Fitch	AAA(bra)	ND
15/10/2004	Furnas I - FIDC	Furnas Centrais Elétricas S/A	R\$ 336.350.000,00	54	Selic + 0,5%	Moody's	Aa3.br	Aa3.br
8/11/2004	Gradiente Eletrônica FIDC - Série A	Gradiente Eletrônica S/A	R\$ 41.250.000,00	34	DI*112%	Moody's	brAAf	ND
30/12/2004	FIDC CESP	CESP	R\$ 450.000.000,00	60	DI + 1,9%.	S&P	brAA-f	brCCC
22/3/2005	FIDC Top Print Plus	Votorantim Cel. e Papel S/A	R\$ 50.000.000,00	Indet.	DI * 102%	Fitch	AAA(bra)	AAA(bra)
30/5/2005	Furnas II - FIDC	Furnas Centrais Elétricas S/A	R\$ 878.495.000,00	60	Selic + 1,2%	Moody's	Aa3.br	Aa3.br
27/6/2005	FIDC Ficap	Ficap S/A	R\$ 40.000.000,00	34	N/A	Moody's	Aa2.br	ND
6/10/2005	FIDC CESP II	CESP	R\$ 650.000.000,00	60	DI + 1,65%	S&P	brAAf	brCCC
11/10/2005	FIDC Motorola Industrial	Motorola Industrial Ltda.	R\$ 538.000.000,00	36	DI * 107%	Fitch	AA-(bra)	BBB+
14/10/2005	Gradiente Eletrônica FIDC - Série b	Gradiente Eletrônica S/A	R\$ 37.500.000,00	35	DI*109%	S&P	brAAf	ND
24/1/2006	FIDC Caiuá	Caiuá Dist. de Energia S/A	R\$ 110.100.000,00	60	DI + 2,25%	S&P	brAf	brCCC-
27/1/2006	CEMIG – FDIC Conta CRC	CEMIG	R\$ 900.000.000,00	360	DI + 1,7%	Fitch	A-(bra)	A-(bra)
24/2/2006	FIDC CEEE	CEEE	R\$ 115.450.000,00	48	DI + 1,5%	S&P	brAAf	ND
23/3/2006	FIDC SABESP	SABESP	R\$ 250.000.000,00	60	DI + 0,7%	Fitch	AA+(bra)	A(bra)
31/8/2006	FIDC CESP III	CESP	R\$ 650.000.000,00	48	DI + 1,5%	S&P	brA+f	brCCC+
23/10/2006	Cobra FIDC Comerciais	Cobra Tecnologia S/A	R\$ 250.200.000,00	36	DI + 1,00%	S&P	brAAf	ND
3/1/2007	FIDC CEEE II	CEEE	R\$ 100.000.000,00	60	DI + 1%	S&P	brAAf	ND
5/3/2007	FIDC CPTM	CPTM	R\$ 150.000.000,00	84	IPCA + 9%	Moody's	Aa3.br	Aa3.br
29/5/2007	FIDC EMAE	EMAE- Emp. Metropolitana de Águas e Energia S/A	R\$ 67.000.000,00	60	DI + 1%	S&P	BrAf	ND
18/6/2007	FIDC CESP IV	CESP	R\$ 1.250.000.000,00	120	DI + 1,75%	S&P	brA-f	brCCC+
29/11/2007	CELESC I - FIDC	CELESC	R\$ 200.000.000,00	60	DI + 0,95%	Fitch	AA+(bra)	ND
17/12/2007	CEEE III-GT	CEEE	R\$ 150.000.000,00	72	DI + 0,95%	S&P	brAA-f	ND

Tabela 8 - Operações selecionadas: recebíveis, mercado secundário, cotas subordinadas, prestadores de serviços (continua)

Emissor	Descrição dos Direitos Creditórios	Sistema de Negociação	Valor das Quotas Subordinadas	Administradora	Custodiante
FIDC CPFL Piratininga	Recebíveis pela prestação futura de serviços de distribuição de energia elétrica a consumidores residenciais, comerciais e industriais, selecionados para espelhar universo de consumidores da cedente.	SOMAFIX	R\$ 10.501.990,21	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.	Banco Itaú S/A
Amanco FIDC	Duplicatas mercantis contra clientes da Amanco pela venda dos produtos da empresa (tubos, conexões e acessórios sanitários), com vencimento entre 5 e 120 dias e prazo médio não superior a 60 dias, observados certos critérios de diversificação.	SOMAFIX	R\$ 12.000.000,00	Concórdia S/A CVMCC	Banco Itaú S/A
Fumas I – FIDC	Recebíveis emergentes da Recomposição Tarifária Extraordinária – RTE instituída pela Lei nº 10.438; de instrumento de confissão de dívida da CEMAT; e de contrato de antecipação de pagamento de energia com Proman. Coobrigação de FURNAS.	BOVESPAFIX SOMAFIX	R\$ 0,00	Banco Santander Brasil S/A	Banco Santander Brasil S/A
Gradiente Eletrônica FIDC - Série A	Recebíveis emergentes da venda de produtos de telecomunicações, áudio e vídeo e da prestação de serviços relacionados a certas pessoas jurídicas	SOMAFIX	R\$ 1,00	Intrag DTVM Ltda.	Banco Itaú S/A
FIDC CESP	Contratos de longo prazo com consumidores livres do setor industrial (CBA, Gerdau, Carbocloro, Ajinomoto, Polietilenos União, Unipar, Codemim)	BOVESPAFIX SOMAFIX	R\$ 22.500.000,00	BEM DTVM Ltda.	Banco Bradesco S/A
FIDC Top Print Plus	Créditos decorrentes do fornecimento de produtos a determinados clientes	Nenhum	R\$ 7.500.000,00	BEM DTVM Ltda.	Banco Bradesco S/A
Fumas II – FIDC	R\$228 milhões referentes a refinanciamento da dívida da Centrais Elétricas de Goiás S/A – CELG, assumida pela União no âmbito do Programa de Saneamento do Setor Público (Lei n.º 8.727); R\$89 milhões referentes a contrato de financiamento à Eletronorte; R\$258 milhões referente a dívida da CELG decorrente de faturamento de energia própria de FURNAS à CELG; R\$162 milhões referente a dívida da Companhia Energética de Brasília -CEB; e R\$166 milhões referente a dívidas da Eletronuclear. Coobrigação de FURNAS.	BOVESPAFIX SOMAFIX	R\$ 217.110,00	BEM DTVM Ltda.	Banco Bradesco S/A
FIDC Ficap	Duplicatas comerciais de vendas a prazo	SOMAFIX	R\$ 1.289.733,00	Intrag DTVM Ltda.	Banco Itaú S/A
FIDC CESP II	Créditos oriundos de contratos de venda de energia a distribuidoras	BOVESPAFIX SOMAFIX	R\$ 32.500.000,00	Intrag DTVM Ltda.	Banco Itaú S/A
FIDC Motorola Industrial	Recebíveis comerciais performados provenientes de vendas de produtos da linha Mobile Device Business a empresas operadoras de telefonia celular e empresas varejistas.	Nenhum	R\$ 16.640.000,00	BEM DTVM Ltda.	Banco Bradesco S/A
Gradiente Eletrônica FIDC - Série b	Recebíveis emergentes da venda de produtos de telecomunicações, áudio e vídeo e da prestação de serviços relacionados a certas pessoas jurídicas	SOMAFIX	R\$ 1,00	Intrag DTVM Ltda.	Banco Itaú S/A
FIDC Caiuá	Créditos oriundos da distribuição de energia elétrica a consumidores do Grupo B	CETIP	R\$ 6.000.000,00	Intrag DTVM Ltda.	Banco Itaú S/A

Tabela 8 - Operações selecionadas: recebíveis, mercado secundário, cotas subordinadas, prestadores de serviços (conclusão)

Emissor	Descrição dos Direitos Creditórios	Sistema de Negociação	Valor das Quotas Subordinadas	Administradora	Custodiante
CEMIG – FDIC Conta CRC	Creditórios decorrentes de cessão do saldo da Conta de Resultados a Compensar (CRC), conforme contrato firmado entre a CEMIG e o Governo do Estado de Minas Gerais Garantia da CEMIG	BOVESPAFIX SOMAFIX	R\$ 760.125.012,00	Intrag DTVM Ltda.	Banco Itaú S/A
FIDC CEEE	Créditos oriundos da venda futura de energia elétrica a distribuidoras; 25% dos créditos oriundos da prestação futura de serviços de transmissão de energia elétrica	CETIP	R\$ 7.550.000,00	Banco Estadual do Rio Grande do Sul S/A	Deutsche Bank S/A - Banco Alemão
FIDC SABESP	Créditos advindos da prestação futura de serviços de captação, adução, tratamento e distribuição de água e coleta, afastamento, tratamento e disposição final de esgoto para usuários das categorias residencial, comercial e industrial, arrecadados pelo sistema bancário pelo Banco do Brasil S/A, pela Caixa Econômica Federal e outras instituições arrecadoras que venham a ser incluídas na forma estabelecida no Contrato de Cessão	CETIP BOVESPAFIX SOMAFIX	R\$ 13.000.000,00	Caixa Econômica Federal	Banco do Brasil S/A
FIDC CESP III	Créditos decorrentes da venda de energia elétrica a distribuidoras	CETIP BOVESPAFIX SOMAFIX	R\$ 32.500.000,00	Intrag DTVM Ltda.	Banco Itaú S/A
Cobra FIDC Comerciais	Créditos contra o Banco do Brasil S/A decorrentes de contratos de prestação de serviços essenciais à atividade bancária	CETIP BOVESPAFIX SOMAFIX	R\$ 21.600.000,00	Concórdia S/A CVMCC	Banco do Brasil S/A
FIDC CEEE II	Créditos oriundos da prestação de serviços de distribuição a consumidores de alta e baixa tensão cadastrados para pagamento por débito em conta	CETIP	R\$ 5.300.000,00	UBS Pactual Serviços Financeiros S/A DTVM	Banco Itaú S/A
FIDC CPTM	Direitos creditórios decorrentes da prestação futura de serviços de transporte metropolitano de pessoas	BOVESPAFIX SOMAFIX	R\$ 50.000.000,00	BEM DTVM Ltda.	Banco Bradesco S/A
FIDC EMAE	Créditos decorrentes da venda de energia elétrica a distribuidoras.	CETIP	R\$ 3.000.000,00	Intrag DTVM Ltda.	Banco Itaú S/A
FIDC CESP IV	Créditos decorrentes da venda de energia elétrica a distribuidoras.	CETIP	R\$ 22.500.000,00	BEM DTVM Ltda.	Banco Itaú S/A
CELESC I – FIDC	Creditórios decorrentes ao consumo futuro de energia elétrica de unidades consumidoras pré-selecionadas dos segmentos residencial, industrial, comercial ou rural	CETIP	R\$ 11.000.000,00	BANIF Banco de Investimentos (Brasil) S/A	Banco do Brasil S/A
CEEE III-GT	Créditos decorrentes (i) da venda futura de energia elétrica a distribuidoras e (ii) da prestação futura de serviços de transmissão de energia elétrica aos usuários da Rede Básica	CETIP	R\$ 9.575.000,00	UBS Pactual Serviços Financeiros S/A DTVM	Deutsche Bank S/A – Banco Alemão

Tabela 9 - Operações Seleccionadas: custos de estruturação e manutenção, coordenador e fonte de informação

Emissor	Taxas e encargos ("T")	T / PL (a.a.) ¹⁰	Custos ("C")	C / valor emissão ¹¹	Coordenador Líder	Fontes
FIDC CPFL Piratininga	Adm.: 0,25% do PL	0,25%	N/D	N/D	Banco Votorantim S.A.	<www.bovespa.com.br/rendafixa> ("Site BovespaFix"); <cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/CPublica.asp> ("CVMWeb")
Amanco FIDC	Adm: R\$1.600 a.m. + 0,20% a.a.	0,24%	N/D	N/D	N/D	CVMWeb
Fumas I – FIDC	Adm: 0,15%	0,15%	N/D	N/D	Banco Santander S.A.	Site BovespaFix, CVMWeb
Gradiente Eletrônica FIDC - Série A	Adm: R\$20.400,00 + 0,70% do PL	0,75%	N/D	N/D	Banco Itaú BBA S.A.	CVMWeb
FIDC CESP	Adm: 0,1% a.a. do PL	0,10%	N/D	N/D	Bradesco	Site BovespaFix, CVMWeb
FIDC Top Print Plus	Adm: 0,06% a.a., mínimo de R\$54.000,00	0,06%	N/D	N/D	N/D	CVMWeb
Fumas II – FIDC	Adm: 0,05% a.a. do PL	0,05%	N/D	N/D	Banco Santander S.A.	Site BovespaFix, CVMWeb
FIDC Ficap	Adm: R\$ 1.700,00 a.m. mais o maior entre (i) R15.000,00 a.m. ou (ii) 0,35% a.a.	0,40%	N/D	N/D	N/D	Site BovespaFix, CVMWeb
FIDC CESP II	Adm: 0,10% a.a.; custódia = 0,10% a.a. do PL	0,20%	N/D	N/D	Banco Itaú BBA S.A.	Site BovespaFix, CVMWeb
FIDC Motorola Industrial	Adm: 3 meses iniciais, maior entre: (i) 0,04% a.a. e (ii) R\$10.000,00 a.m.; após, maior entre: (i) 0,08% a.a. e (ii) R\$20.000,00 a.m.; no 1º ano não passa de R\$360.000,00	0,07%	R\$ 2.908.870,00	0,54%	Banco Rabobank International Brasil S.A	CVMWeb
Gradiente Eletrônica FIDC - Série b	Adm: R\$20.400,00 + 0,55% do PL a.a.	0,58%	N/D	N/D	Banco Itaú BBA S.A.	CVMWeb
FIDC Caiuá	Adm: maior entre R\$15.000,00 a.m. e 0,25% a.a.	0,25%	R\$ 2.017.740,00	1,84%	UNIBANCO – União de Bancos Brasileiros S.A.	CETIP, CVMWeb
CEMIG – FDIC Conta CRC	Adm: R\$1.900,00 a.m. + o maior entre (i) R\$25.000,00 a.m. ou (ii) 0,04% a.a.; custódia: 0,04% a.a.	0,08%	R\$ 4.380.000,00	0,49%	Banco Itaú BBA S.A.	Site BovespaFix, CVMWeb
FIDC CEEE	R\$3.200,00 a.m. + 0,35% a.a. do PL	0,66%	R\$ 2.486.370,00	2,11%	Banco Pactual S.A.	<www.cetip.com.br> ("CETIP"), CVMWeb
FIDC SABESP	0,05% a.a. do PL	0,05%	R\$ 1.464.941,97	0,59%	Banco Votorantim S.A.	Site BovespaFix, CVMWeb
FIDC CESP III	Adm: 0,10% a.a.; custódia = 0,10% a.a. do PL	0,20%	R\$ 17.051.870,00	2,62%	Banco Itaú BBA S.A.	Site BovespaFix, CVMWeb
Cobra FIDC Comerciais	Adm: 0,10% a.a.; custódia: 0,25% a.a. do PL	0,35%	R\$ 1.564.770,00	0,63%	BB Banco de Investimento S.A.	CVMWeb
FIDC CEEE II	Adm: R\$1.900,00 a.m. + 0,44% a.a. do PL	0,46%	R\$ 2.283.040,00	2,28%	Banco Pactual S.A.	CETIP, CVMWeb
FIDC CPTM	Adm: maior entre R\$12.500,00 a.m. e 0,12% a.a. do PL	0,12%	R\$ 1.497.700,00	1,00%	Rio Bravo Investimentos S.A.	Site BovespaFix, CVMWeb
FIDC EMAE	Adm: o maior entre R\$15.000,00 a.m. e 0,28% a.a.; custódia: o maior entre R\$15.000,00 a.m. e 0,30% a.a.	0,58%	R\$ 2.277.870,00	3,40%	Banco ABC Brasil S.A.	CETIP, CVMWeb
FIDC CESP IV	Adm: maior entre R\$12.500,00 a.m. e 0,10% a.a.; custódia: 0,10% a.a.	0,20%	R\$ 17.872.870,00	1,43%	Banco Bradesco BBI S.A.	CETIP, CVMWeb
CELESC I – FIDC	Adm: 0,25% a.a.	0,25%	R\$ 2.601.870,00	1,30%	BB Banco de Investimento S.A.	CETIP, CVMWeb
CEEE III-GT	Adm: 0,30% a.a.; custódia: 0,10% a.a.	0,40%	R\$ 2.868.760,00	1,91%	Banco Itaú BBA S.A.	CETIP, CVMWeb

¹⁰ Total das taxas e encargos incorridos durante a operação do fundo, conforme divulgados em sua documentação, como percentual do seu patrimônio líquido total.

¹¹ Total dos custos de estruturação do fundo, conforme divulgados em sua documentação, como percentual do valor de emissão das cotas.

4.2 Análise dos dados

A análise da Tabela 7 revela que em 8 das 23 ocorrências analisadas a operação de FIDC apresenta nota de crédito superior à da dívida corporativa de longo prazo do originador. As operações são listadas na Tabela 10.

Tabela 10 - Operações com diferencial de *rating*

Emissor	Originador	Agência de <i>Rating</i>	<i>Rating</i> do FIDC	<i>Rating</i> da dívida corporativa	Diferença de <i>rating</i> ¹²
FIDC CPFL Piratininga	Cia. Piratininga de Força e Luz	Fitch	AA-(bra)	A(bra)	1
FIDC CESP	CESP	S&P	brAA-f	brCCC	5
FIDC CESP II	CESP	S&P	brAAf	brCCC	5
FIDC Motorola Industrial	Motorola Industrial Ltda.	Fitch	AA-(bra)	BBB+	2
FIDC Caiuá	Caiuá Dist. de Energia S/A	S&P	brAf	brCCC-	4
FIDC SABESP	SABESP	Fitch	AA+(bra)	A(bra)	1
FIDC CESP III	CESP	S&P	brA+f	brCCC+	4
FIDC CESP IV	CESP	S&P	brA-f	brCCC+	4

As empresas para as quais se verifica o diferencial de *rating* são: Cia. Piratininga de Força e Luz, CESP (4 ocorrências), Motorola Industrial Ltda., Caiuá Distribuidora de Energia S/A e SABESP. Não há indício de concentração temporal: as operações com diferencial de *rating* espalham-se por todo o período analisado. Quanto às características do emissor, nota-se que 3 das 5 empresas, que juntas respondem por 6 operações, atuam no setor elétrico; e 5 empresas responsáveis por 7 operações atuam em setores de infra-estrutura (geração e distribuição de energia elétrica e, no caso da SABESP, água e saneamento básico). O número de ocorrências é, entretanto, insuficiente para autorizar qualquer extrapolação ou generalização.

No que diz respeito ao próprio diferencial de *rating*, observa-se que as ocorrências referem-se a notas atribuídas pela Standard & Poor's (6) e pela Fitch (2). A Standard & Poor's atribuiu 6 notas em que não se verifica diferencial de *rating* e a Fitch, outras 4. Não há ocorrência de diferencial em notas atribuídas pela Moody's: das 5 notas dadas pela agência, 3 repetem o *rating* de endividamento do emissor e 2 referem-se a FIDCs cujo originador não tinha nota de endividamento à época da emissão. Novamente, o número limitado de ocorrências não permite inferências sobre o comportamento de uma ou outra agência, ou dos investidores em relação a estas.

¹² Não considera notas intermediárias, indicadas pela aposição dos sinais “-” ou “+” à nota central.

Em 5 das operações pesquisadas, a nota de crédito do FIDC é a mesma da dívida corporativa do originador. Essas operações são indicadas na Tabela 11.

Tabela 11 - Operações sem diferencial de *rating*

Emissor	Originador	Agência de <i>Rating</i>	<i>Rating</i> FIDC / Dívida Corporativa
Furnas I – FIDC	Furnas Centrais Elétricas S/A	Moody's	Aa3.br
FIDC Top Print Plus	Votorantim Cel. e Papel S/A	Fitch	AAA(bra)
Furnas II – FIDC	Furnas Centrais Elétricas S/A	Moody's	Aa3.br
CEMIG – FDIC Conta CRC	CEMIG	Fitch	A-(bra)
FIDC CPTM	CPTM	Moody's	Aa3.br

As 4 empresas envolvidas nessas ocorrências têm dívida corporativa com nota de *rating* já relativamente elevada, sendo que 1 delas (Votorantim Celulose e Papel S/A) encontra-se no patamar mais elevado da escala nacional da agência em questão. As outras 3 são empresas estatais, e o *rating* de seus FIDCs parece estar escorado na co-obrigação do próprio originador (Furnas e CEMIG) ou na sua capacidade de continuar em exercendo suas atividades (CPTM). O fato de que a nota de um dos originadores já era a mais alta que se poderia almejar, e que as dos demais são escoradas no baixo risco de crédito dos próprios originadores, sugere que estes FIDCs não foram estruturados com o intuito de reduzir o custo de capital do originador. Em relação aos originadores estatais, pode-se especular que a obtenção de recursos desvinculados das regras de contingenciamento de crédito seja uma das razões para estruturar o FIDC. Não é possível, entretanto, extrair conclusões a partir desse número limitado de ocorrências.

Em 10 ocorrências, não há nota de *rating* para o endividamento corporativo a que se possa comparar a nota do FIDC. Essas operações abarcam um grupo diversificado de originadores, sobre os quais não é possível fazer qualquer inferência.

Finalmente, em nenhuma ocorrência a nota da dívida de longo prazo do originador é superior à da emissão de cotas de FIDC.

A análise das 23 ocorrências selecionadas fornece evidência de que a estruturação de FIDCs pode resultar em emissão de títulos securitizados com risco de crédito inferior àquele associado aos títulos de dívida corporativa do originador. A redução do risco de crédito é observada por meio do diferencial de notas de *rating* em 8 das 23 operações analisadas. A ocorrência de 5

operações em que não há diferencial sugere, contudo, que a redução do custo de capital não é a única razão pela qual os FIDCs vêm sendo estruturados. As limitações numérica e temporal da amostra, contudo, inviabilizam afirmações conclusivas sobre o assunto.

5. CONCLUSÕES

No capítulo 4 encontrou-se evidência de que a estruturação de FIDCs pode resultar em emissão de títulos securitizados com rating superior àquele associado aos títulos de dívida corporativa do originador. O diferencial de *rating* é observado em 8 das 23 operações analisadas.

A teoria discutida na seção 1.3.2 sugere que a esse diferencial em notas de *rating* corresponde diferencial em risco de crédito, e que de ambos é provavelmente possível derivar diferencial no *spread*, mantidas as demais condições financeiras da captação pretendida. Se confirmada tal relação, o FIDC pode se mostrar como alternativa eficiente para reduzir o custo de capital de empresas que dispõem de direitos creditórios passíveis de serem securitizados nas condições de volume e prazo desejadas.

A evidência em favor da redução do custo de capital por meio do FIDC é temperada pelo fato de que outros fatores além do risco de crédito influem na determinação do *spread* e de que o *spread* não é o único componente do custo de capital de terceiros. Além disso, as ocorrências passíveis de comparação para fins de determinação do diferencial de *rating* são limitadas em número e no tempo. Essas limitações impedem qualquer análise conclusiva sobre o impacto do FIDC sobre o custo de capital das empresas originadoras.

Não obstante, a análise aqui empreendida sugere novas linhas de pesquisa que podem lançar mais luz sobre o assunto. Uma abordagem possível seria a realização de estudos de caso sobre as 8 operações para as quais se verificou o diferencial de *rating*, investigando-se os custos, prazos e demais características das operações de emissão de dívida corporativa e de cotas de FIDC, de modo a determinar o custo de capital efetivamente resultante de uma operação e de outra e as razões que levaram a empresa a estruturar o FIDC. Outra possibilidade seria obter dados quantitativos sobre as operações de emissão de dívida corporativa das 23 operações analisadas, novamente com o objetivo de viabilizar comparação direta do custo de capital nas duas espécies de operações. Seria a propósito oportuno investigar em que medida o acesso direto a um inverso maior de investidores por meio do mercado de capitais, por um lado, e a liquidez talvez ainda restrita do mercado secundário para cotas de FIDCs em comparação com o mercado para ações *blue chips*, por outro, impactam a formação do *spread*.

À medida que FIDCs de outros originadores ganhem o mercado, estudos quantitativos podem indicar padrões mais claros sobre o impacto desses veículos de securitização sobre o custo de capital. Seria também possível procurar padrões em subgrupos de emissores, como empresas estatais ou concessionárias de serviços públicos de energia elétrica.

Outro campo de interesse para o momento em que haja maior número de casos a analisar é o comportamento das diferentes agências de *rating* – particularmente, interessaria analisar se há evidência de que uma seja mais ou menos propensa que as demais a atribuir ao FIDC nota de *rating* superior à do endividamento de longo prazo do originador e, em caso afirmativo, se há evidência de seleção adversa por parte dos originadores em direção à agência ou às agências que atribuem os maiores diferenciais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS SOCIEDADES DE FOMENTO MERCANTIL. *FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios*. [S.l.], 2007. Disponível em: <<http://www.anfac.com.br/jsp/institucional/fidcs.jsp>>. Acesso em: 18 de abril de 2008.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Working Group of the Committee on the Global Financial System. *The role of ratings in structured finance: issues and implications*. Basileia, 2005. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/cgfs23.pdf?noframes=1>>. Acesso em: 18 de abril de 2008.

BAUM, Steven P. The Securitization of Commercial Property Debt. In: KENDALL, Leon T. (Ed.); FISHMAN, Michael J. (Ed.). *A Primer on Securitization*. Cambridge – MA; Londres: The MIT Press, 1996, cap. 4, p. 45-54.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. *IPOs recentes*. [S.l.], 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Empresas/InstInfoEmpresas/AberturaIPOsRecentes.asp?tit=27>>. Acesso em: 18 de abril de 2008.

BONOMO, Marco; GARCIA, René. Estimando e testando o CAPM condicional com efeitos ARCH para o mercado acionário brasileiro. In: BONOMO, Marco (Org.). *Finanças aplicadas ao Brasil*. Rio de Janeiro: FGV, 2002, cap. 2, p. 41-53.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C; ALLEN, Franklin. *Principles of Corporate Finance*. 8th ed. Boston: McGraw-Hill, 2006.

BRYAN, Lowell L. Structured Securitized Credit: A Superior Technology for Lending. *Journal of Applied Corporate Finance*, Nova Iorque; Mandel, v. 1, n. 3, p. 6-19, set./dez. 1988.

CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fabio Gallo. *Securitização no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007.

CAREY, Mark; HRYCAY, Mark. Parameterizing Credit Risk Models with Rating Data. *Journal of Banking and Finance*, Amsterdam, v. 25, n. 1, p. 197-270, jan. 2001.

CHIQUEIR, Loïc; HASSLER, Olivier; LEA, Michael. *Mortgage Securities in Emerging Markets*. [S.l.], 2004. (World Bank Policy Research Working Papers, n. 3770.) Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=625247#PaperDownload>. Acesso em: 28 de abril de 2008.

COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. *Pesquisa em Administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. Tradução: Lucia Simonini. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Informativo CVM*. [S.l.], 2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/ASE/icvm/informexterno.asp>>. Acesso em: 28 de março de 2008.

COOPER, Ian. Innovations: New Market Instruments. *Oxford Review of Economic Policy*, Oxford, v. 2, n. 4, p. 1-17, dez./mar. 1986.

CRESWELL, John W. *Research design: qualitative, quantitative, and mixed method approaches*. 2nd ed. Thousand Oaks – CA: Sage, 2003.

CZARNITZKI, Dirk; KRAFT, Kornelius. Are Credit Ratings Valuable Information. *Applied Financial Economics*, Londres, v. 17, n. 13, p. 1061 – 1070, set. 2007.

EDERINGTON, Louis H.; YAWITZ, Jess B.; ROBERTS, Brian. The Informational Content of Bond Ratings. *Journal of Financial Research*, Blacksburg, v. 10, n. 3, p. 211–226, set./dez. 1987.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J.; AGRAWAL, Deepak; MANN, Christopher. Explaining the Rate Spread of Corporate Bonds. *The Journal of Finance*, Malden, v. 56, n. 1, p. 247–277, fev. 2001.

ENGLAND, Robert S. The Rise of Private Label. Mortgage Banking, Washington – D.C., out. 2006, p. 70-77, 2006.

FABOZZI, Frank J. *Handbook of structured financial products*. New Hope – PA: Frank J. Fabozzi Associates, 1998.

FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. *Securitization: The Tool of Financial Transformation*. [S.l.], 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=997079>>. Acesso: em 12 de agosto de 2007. (Yale ICF Working Paper No. 07/2007).

FARNSWORTH, Heber; Li, Tao. The Dynamics of Credit Spreads and Ratings Migrations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Seattle, v. 42, n. 3, p. 595-620, set. 2007.

FEENEY, Paul W. *Securitization: redefining the bank*. Nova Iorque: St. Martin's Press, 1995.

FERREIRA, Pedro Cavalcanti e ISSLER, João Victor. *Growth, Increasing Returns, and Public Infrastructure: Times Series Evidence*. Edição revista. Rio de Janeiro: Escola de Pós-Graduação em Economia (EPGE) da Fundação Getúlio Vargas, nº 258, março de 1995.

FERREIRA, Pedro Cavalcanti e MALLIAGROS, Thomas Georges. *O impacto da infraestrutura sobre o crescimento da produtividade do setor privado e do produto brasileiro*. Rio de Janeiro: Escola de Pós-Graduação em Economia (EPGE) da Fundação Getúlio Vargas, nº 315, agosto de 1997.

FRIDSON, Martin S.; GARMAN, Christopher M. Determinants of Spreads on New High-Yield Bonds. *Financial Analysts Journal*, Charlottesville, v. 54, n. 2, p. 28-39, mar./abr. 1998.

GABBI, Giampaolo; SIRONI, Andrea. Which Factors Affect Corporate Bonds Pricing? Empirical Evidence from Eurobonds Primary Market Spreads. *The European Journal of Finance*, Londres, v. 11, n. 1, p. 59-74, fev. 2005.

GODLEWSKI, Christophe J. Are Ratings Consistent with Default Probabilities? Empirical Evidence on Banks in Emerging Market Economies. *Emerging Markets Finance and Trade*, Armonk, v. 43, n. 4, p. 5-23, jul./ago. 2007.

GRAFF, Richard A. Securitization Demystified. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Tempe - AZ, v. 12, n. 3, p. 233-248, set./dez. 2006.

GREEN, Richard K.; WATCHER, Suzan M. *The Housing Finance Revolution*. [S.l.], 2007. Disponível em: <www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2007/PDF/2007.08.21.WachterandGreen.pdf>, acesso em: 16 de abril de 2008.

HENDERSON, John; SCOTT, Jonathan P. *Securitization*. Nova Iorque: New York Institute of Finance, 1988.

IMHOFF JR., Eugene A. Asset Securitization: Economic Effects and Accounting Issues. *Accounting Horizons*, Sarasota - FL, v. 6, n.1, p. 5-16, mar. 1992.

KENDALL, Leon T. Securitization: A New Era in American Finance. In: KENDALL, Leon T. (Ed.); FISHMAN, Michael J. (Ed.). *A Primer on Securitization*. Cambridge – MA; Londres: The MIT Press, 1996, cap. 1, p. 1-16.

KOTHARI, Vinod. *Securitization: The Financial Instrument of the Future*. Singapura: John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd, 2006.

KRÄMER, Andre; GÜTTLER, Walter. On Comparing the Accuracy of Default Predictions in the Rating Industry. *Empirical Economics*, Heidelberg, v. 34, n. 2, p. 343-356, mar. 2008.

LINTNER, John V. The valuation of risk assets and the selection of risk investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economic and Statistics*, Cambridge - MA, v. 47, p. 13-37, 1965.

LUPICA, Lois R. Asset securitization: the unsecured creditor's perspective. *Texas Law Review*, Austin, v. 76, n. 3, p. 595-660, fev. 1998.

MCNAMEE, Mike. Lewis S. Ranieri: Your Mortgage Was His Bond. *BusinessWeek*, [S.l.], 29 de novembro de 2004. Disponível em: <http://www.businessweek.com/magazine/content/04_48/b3910023_mz072.htm>. Acesso em: 12 de agosto de 2007.

MOSSIN, Jan. Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, Oxford, v. 34, n. 4, p. 768- 783, out. 1966.

RANIERI, Lewis S. The Origins of Securitization, Sources of its Growth, and Its Future Potential. In: KENDALL, Leon T. (Ed.); FISHMAN, Michael J. (Ed.). *A Primer on Securitization*. Cambridge – MA; Londres: The MIT Press, 1996, cap. 3, p. 31-43.

RIBENBOIM, Guilherme. Testes e versões do modelo CAPM no Brasil. In: BONOMO, Marco (Org.). *Finanças aplicadas ao Brasil*. Rio de Janeiro: FGV, 2002, cap. 1, p. 17-40.

ROEVER, W. Alexander; FABOZZI, Frank J. A Primer on Securitization. *Journal of Structured and Project Finance*, Nova Iorque, v. 9, n. 2, jun./set. 2003.

ROSENTHAL, James A.; OCAMPO, Juan M. *Securitization of Credit: Inside the New Technology of Finance*. Nova Iorque: Wiley, 1988.

SCATIGNA, Michela; TOVAR, Camilo E. Securitisation in Latin America. Basiléia, 2007. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0709h.pdf>. Acesso em: 18 de abril de 2008.

SCHOLTES, Saskia; MACKENZIE, Michael; WIGHTON, David. US Subprime Loans Face Trouble. FT.com, Nova Iorque, 7 de dezembro de 2006. Disponível em: <<http://search.ft.com/ftArticle?queryText=us+subprime+loans+face+trouble&y=9&aje=true&x=15&id=061207006529&ct=0>>. Acesso em: 28 de abril de 2008.

SCHOR, Adriana; BONOMO, Marco; PEREIRA, Pedro L. Valls. APT e variáveis macroeconômicas: um estudo empírico sobre o mercado acionário brasileiro. In: BONOMO, Marco (Org.). *Finanças aplicadas ao Brasil*. Rio de Janeiro: FGV, 2002, cap. 3, p. 55-77.

SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION – SIFMA. *Market Sector Statistics – Structured (MBS and Securitized Products)*. Disponível em: <<http://www.sifma.org/research/statistics/market-sector-statistics.shtml#mbs>>, acesso em: 16 de abril de 2008.

SHARPE, William F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, Malden, v. 19, n. 3, p. 425-442, set. 1964.

SPROULL, Natalie L. *Handbook of research methods: a guide for practitioners and students in the social sciences*. 2nd ed. Lanham: Scarecrow, 2002.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. Entendendo a Crise do Subprime. *Visão do Desenvolvimento*. Rio de Janeiro, v. 44, p. 1-9, 2008.

WALKER, David A. Changes in our financial system: globalization of capital markets and securitization of credit. In: HEARINGS BEFORE THE SENATE COMMITTEE ON BANKING, HOUSING, AND URBAN AFFAIRS, 100th Congress, 1987, Washington – D.C: U.S. Government Printing Office, 1988.80

ZIKMUND, William G. *Business research methods*. Mason: Thomson/South-Western, 2003.

GLOSSÁRIO

ABS ou <i>Asset Backed Securities</i>	Títulos negociáveis lastreados em direitos não-imobiliários
Alt-A	Título hipotecário lastreado em empréstimos conferidos a pessoas físicas com risco de crédito intermediário
BOVESPAFIX	Mercado de títulos de dívida privada da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA)
CDO ou <i>Collateralized Debt Obligations</i>	Títulos de dívida que contam com garantias lastreadas em ativos
CLO ou <i>Collateralized Loan Obligations</i>	Títulos de dívida lastreados primordialmente em recebíveis de empréstimos alavancados
CETIP	CETIP – Câmara de Custódia e Liquidação
CMBS ou <i>Commercial Mortgage-Backed Securities</i>	Títulos negociáveis lastreados em empréstimos hipotecários para aquisição de imóveis comerciais
Cota senior	Título representativo de fração ideal do patrimônio em condomínio detido pelo FIDC. A cota sênior tem prioridade no pagamento sobre as cotas subordinadas e confere a seu titular direitos iguais aos dos detentores das demais cotas seniores
Cota subordinada	Título representativo de fração ideal do patrimônio em condomínio detido pelo FIDC. O direito ao pagamento da cota subordinada é subordinado ao pagamento das cotas seniores
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Direito creditório	Direito de receber determinada quantia em dinheiro por ocasião da data de pagamento
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
GSE ou <i>Government-Sponsored Enterprises</i>	Empresas norte-americanas conhecidas como Fannie Mae, Ginnie Mae e Freddie Mac.

	Essas empresas são apoiadas e reguladas pelo governo norte-americano e têm importante papel no financiamento imobiliário naquele país
<i>Jumbo mortgage</i>	Empréstimo hipotecário superior ao limite de valor individual que as GSEs são autorizadas a comprar
MBS ou <i>Mortgage-Backed Securities</i>	Títulos negociáveis lastreados em empréstimos hipotecários para aquisição de imóveis
<i>Prime</i>	Segmento de devedores de empréstimos com baixo risco de crédito
<i>Private label</i>	Título hipotecário estruturado por instituições privadas, sem apoio de GSEs
<i>Rating</i>	Nota de classificação de risco de crédito, atribuída a uma empresa ou a quaisquer de seus títulos e valores mobiliários
Recebível	Direito creditório que confere a seu titular a expectativa de receber certo pagamento em dinheiro em momento futuro
SOMAFIX	Mercado de balcão organizado para títulos de renda fixa da Sociedade Operadora do Mercado de Ativos – SOMA
<i>Spread</i>	Diferencial entre a remuneração oferecida por investimento em determinado título e aquela associada ao investimento no ativo livre de risco (assim entendidos os títulos públicos de curto prazo emitidos pelo tesouro dos Estados Unidos da América)
<i>Subprime</i>	Título hipotecário lastreado em empréstimos conferidos a pessoas físicas com alto risco de crédito