

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTADO**

**FECAP**

**MESTRADO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**HAMILTON CRUZ NEVES JUNIOR**

**FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS**

**CREDITÓRIOS: RISCOS E RATINGS EM EVENTOS DE**

**AVALIAÇÃO**

**São Paulo**

**2016**

**HAMILTON CRUZ NEVES JUNIOR**

**FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS:  
RISCOS E RATINGS EM EVENTOS DE AVALIAÇÃO**

Trabalho de dissertação apresentado à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, como requisito para a obtenção do título de mestre em Ciências Contábeis.

**Orientadora:** Profª. Dra. Betty Lilian Chan

**São Paulo**

**2016**

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

**FICHA CATALOGRÁFICA**

N518f

Neves Junior, Hamilton Cruz

Fundos de investimentos em direitos creditórios: riscos e ratings em eventos de avaliação / Hamilton Cruz Neves Junior. - - São Paulo, 2016.

245 f.

Orientador: Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Betty Lilian Chan.

Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado em Ciências Contábeis.

1. Fundos de investimentos. 2. Mercado financeiro. 3. Securitização.

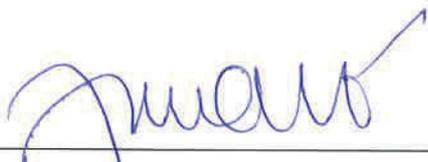
**CDD 332.6**

HAMILTON CRUZ NEVES JUNIOR

**FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS: RISCOS E  
RATINGS EM EVENTOS DE AVALIAÇÃO**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de **Mestre em Ciências Contábeis**.

**COMISSÃO JULGADORA**



---

**Prof(a). Dr(a). José Carlos de Souza Santos**

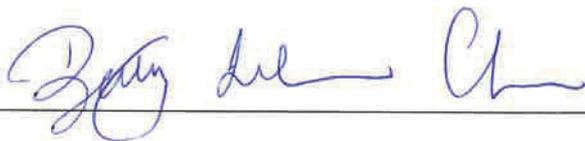
**Universidade de São Paulo - USP**



---

**Prof(a). Dr(a). Marcos Reinaldo Severino Peters**

**Centro Universitário Álvares Penteado – FECAP**



---

**Prof(a). Dr(a). Betty Lilian Chan**

**Centro Universitário Álvares Penteado – FECAP**

**Professor(a) Orientador(a) – Presidente da Banca Examinadora**

**São Paulo, 27 de julho de 2016.**

## **Dedicatória e agradecimentos**

*Dedico este trabalho ao Brasil, a Pátria do Evangelho, assim denominada pelo movimento espírita brasileiro, nação que será o farol do mundo a partir de 2036. Dedico e agradeço aos meus pais que me receberam neste mundo, incentivando-me sempre aos estudos. Dedico e agradeço ao Exército Brasileiro, que me aceitou como aluno em sua Escola Preparatória localizada em Campinas-SP, aonde eu aprendi a ter disciplina e enfrentar as adversidades da vida com a tenacidade da nobre infantaria. Dedico e agradeço ao “Arcanjo Miguel”, entidade baseada na Constelação de Orion, representante máximo da Justiça Divina no planeta Terra, e que me aceitou como aprendiz e servidor no seu curso de Guardiões da Humanidade.*

**Ab alio expectes, quod alteri feceris**

## RESUMO

Essa dissertação delineou um panorama longitudinal dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) que apresentaram eventos de avaliação e problemas que levaram à amortização e/ou liquidação antecipada, analisando 44 FIDCs de uma amostra selecionada no período que vai entre os anos de 2005 a 2014. Trata-se de uma pesquisa descritiva e bibliográfica, com abordagem qualitativa e análise de conteúdo de material informativo referente a esses fundos: regulamentos, prospectos, relatórios de rating e atas das assembleias de cotistas disponíveis nas páginas da *internet* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP). A limitação para a realização desta pesquisa foi que os bancos de dados de documentos referentes ao histórico de cada fundo existente junto a CVM nem sempre são completos. Este trabalho objetivou identificar as principais características desses FIDCs, os motivos que levaram aos eventos de avaliação e a presença de elementos que indiquem “conflito de interesses” sob a ótica da Teoria da Agência na administração desses fundos. De um lado os resultados mostraram que diversos FIDCs que gozavam de elevado rating preliminar apresentaram problemas operacionais que prejudicaram o fluxo de recebíveis para esses fundos: somente em 20% dos casos avaliados, as agências puderam rebaixar os ratings antes que fossem acionados os eventos de avaliação. Por outro lado, a CVM no biênio (2014/2015) procurou aprimorar a legislação para evitar conflitos de interesse entre os participantes dessas operações, bem como criar mecanismos que garantam o fluxo de informações necessárias para que a agências de classificação de risco possam realizar seus trabalhos de monitoramento com mais eficácia.

**Palavras-chave:** Agências de classificação de risco. Finanças estruturadas. Fundos de investimento. Mercado Financeiro. Securitização.

## ABSTRACT

This research outlined a longitudinal view of Asset Backed Securities (in Brazilian version named FIDC) presenting evaluation events and problems that led to the early amortization and/or settlement by analyzing 44 ABS of a sample selected in the period between the years 2005 and 2014. It's a descriptive and bibliographic research, with a qualitative approach and informative material content analysis related to such funds: regulations, prospectuses, rating reports and minutes of shareholders' meetings available on the websites of Brazilian Securities Commission (CVM) and Center for Custody and Financial Settlement of Securities (CETIP). The limitation of this research was that the document databases for the history of each existing fund with the CVM are not always complete. This study aimed to identify the main features of these ABS, the reasons that led to the evaluation events, and the presence of evidence to suggest "conflict of interest" from the perspective of agency theory in the management of these funds. On the one hand the results showed that many ABS who enjoyed high preliminary rating had operational problems that hampered receivables flows for these funds: only 20% of evaluated cases, ratings agencies could lower the ratings before evaluation events were announced . On the other hand, during biennium 2014/2015 CVM sought to improve legislation to prevent conflicts of interest among the participants of these operations, and to create mechanisms to ensure necessary information flows for credit rating agencies to carry out their monitoring work more effectively.

**Keywords:** Risk rating agencies. Structured finance. Investment funds. Financial market. Securitization.

## LISTA DE FIGURAS

<b>Figura 01 – Fluxo básico de securitização de um ativo .....</b>	<b>16</b>
<b>Figura 02 – Risco e retorno de oportunidades de investimento .....</b>	<b>19</b>
<b>Figura 03 – Evolução e turbulências no mercado de FIDCs .....</b>	<b>22</b>
<b>Figura 04 – Estrutura básica de um fundo de recebíveis .....</b>	<b>76</b>
<b>Figura 05 – Fluxo físico-financeiro do FIDC Bandeirante (2010) .....</b>	<b>77</b>
<b>Figura 06 – Fluxograma do FIDC Perdigão (2004) .....</b>	<b>80</b>
<b>Figura 07 – Fluxo da operação do Union National FIDC Financeiros e Mercantis .....</b>	<b>81</b>
<b>Figura 08 – Fluxograma da aquisição de ativos do Vision Brazil FIDC Agro .....</b>	<b>81</b>

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 01 – Agências de classificação de risco dos FIDCs da amostra .....</b>	<b>157</b>
<b>Gráfico 02 – Ratings preliminares dos FIDCs da amostra .....</b>	<b>158</b>
<b>Gráfico 03 – Cedentes dos FIDCs da amostra .....</b>	<b>160</b>
<b>Gráfico 04 – Administradores dos FIDCs da amostra .....</b>	<b>161</b>
<b>Gráfico 05 – Gestores dos FIDCs da amostra .....</b>	<b>161</b>
<b>Gráfico 06 – Conflitos de interesses entre administradores e gestores .....</b>	<b>162</b>
<b>Gráfico 07 – Instituições custodiantes dos FIDCs da amostra .....</b>	<b>162</b>
<b>Gráfico 08 – Empresas de auditorias dos FIDCs da amostra .....</b>	<b>163</b>
<b>Gráfico 09 – Incidências de liquidação antecipada ao longo do tempo de séries e FIDCs da amostra .....</b>	<b>164</b>
<b>Gráfico 10 – Natureza dos direitos creditórios dos FIDCs da amostra .....</b>	<b>165</b>
<b>Gráfico 11 – Benchmark (rentabilidade alvo) utilizado pelos FIDCs da amostra .....</b>	<b>166</b>
<b>Gráfico 12 – Eventos de avaliação .....</b>	<b>220</b>
<b>Gráfico 13 – Causas do rebaixamento .....</b>	<b>221</b>
<b>Gráfico 14 – Resultado final dos FIDCs .....</b>	<b>222</b>
<b>Gráfico 15 – Níveis de subordinação .....</b>	<b>223</b>

## LISTA DE QUADROS

<b>Quadro 01 – Relações entre Principal-Agente .....</b>	<b>31</b>
<b>Quadro 02 – Correlações entre contratos e comportamentos .....</b>	<b>38</b>
<b>Quadro 03 – Alterações da Instrução CVM 554/14 .....</b>	<b>54</b>
<b>Quadro 04 – Investidores Profissionais e Investidores Qualificados .....</b>	<b>55</b>
<b>Quadro 05 – Classificação dos Fundos de Investimentos .....</b>	<b>57</b>
<b>Quadro 06 – Principais Estudos que compõem a Base Teórica .....</b>	<b>86</b>
<b>Quadro 07 – Características de um Rating .....</b>	<b>114</b>
<b>Quadro 08 – Notações de Ratings das principais agências de classificação de risco ....</b>	<b>131</b>
<b>Quadro 09 – Comparativo das Informações Relevantes para Elaboração de Ratings das principais agências de classificação de risco .....</b>	<b>135</b>
<b>Quadro 10 – Grau potencial de conflito de interesses X Substituição dos participantes .....</b>	<b>224</b>
<b>Quadro 11 – Grau potencial de conflito de interesses X Eventos de avaliação .....</b>	<b>226</b>

## LISTA DE SIGLAS

<b>ABCP</b>	<i>Asset Backed Comercial Paper</i>
<b>ABS</b>	<i>Asset Backed Security</i>
<b>ABRASCA</b>	Associação Brasileira das Companhias Abertas
<b>AMP</b>	<i>Asset Management Practices</i>
<b>ANBID</b>	Associação Nacional dos Bancos de Investimento (atual ANBIMA)
<b>ANBIMA</b>	Assoc. Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
<b>ANDIMA</b>	Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
<b>BACEN</b>	Banco Central do Brasil
<b>BB</b>	Banco do Brasil
<b>BDR</b>	<i>Brazilian Depositary Receipt</i>
<b>BNDES</b>	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
<b>BM&amp;FBOVESPA</b>	Bolsa de Mercadorias, Futuros e Valores de São Paulo.
<b>CCB</b>	Cédulas de Crédito Bancário
<b>CCCB</b>	Certificados de Cédulas de Crédito Bancários
<b>CCI</b>	Cédulas de Crédito Bancário
<b>CDB</b>	Certificado de Depósito Bancário
<b>CDC</b>	Crédito Direto ao Consumidor
<b>CDI</b>	Certificado de Depósito Bancário
<b>CDO</b>	<i>Collateralized Debt Obligation</i>
<b>CEF</b>	Caixa Econômica Federal
<b>CETIP</b>	Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos
<b>CLO</b>	Collateralized Loan Obligation
<b>CMBS</b>	Commercial Mortgage-Backed Security
<b>CMN</b>	Conselho Monetário Nacional
<b>CNPJ</b>	Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica
<b>CSLL</b>	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido

<b>CRA</b>	Certificados de Recebíveis do Agronegócio
<b>CRI</b>	Certificados de Recebíveis Imobiliários
<b>CSCF</b>	Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros
<b>CSCI</b>	Companhia Securitizadora de Crédito Imobiliário
<b>FICFIDC</b>	Fundo de Investimento em cotas de FIDC
<b>FIDC</b>	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
<b>FIDC-NP</b>	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados
<b>FIDC-PIPS</b>	FIDC no âmbito do Programa de Incentivo de Projeto Social
<b>FII</b>	Fundo de Investimentos Imobiliários
<b>FIP</b>	Fundo de Investimentos em Participações
<b>FSA</b>	Financial Services Authority
<b>GP</b>	<i>General Partners</i>
<b>IBrX-100</b>	Índice Brasil 100
<b>ICVM</b>	Instrução CVM (emitida pela Comissão de Valores Mobiliários)
<b>IGPM</b>	Índice Geral de Preços do Mercado
<b>ILPA</b>	<i>Institutional Limited Partners Association</i>
<b>INSS</b>	Instituto Nacional de Seguridade Social
<b>IPCA</b>	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
<b>IQSB</b>	Índice de Cotas Subordinadas
<b>IRPJ</b>	Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas
<b>LOC</b>	<i>Letter of Credit</i>
<b>LP</b>	<i>Limited Partners</i>
<b>LTDA</b>	Limitada
<b>MBS</b>	<i>Mortgage Backed Security</i>
<b>NP</b>	Não Padronizado
<b>NRSRO</b>	<i>Nationally Recognized Statistical Rating Organization</i>
<b>PF</b>	<i>Public Finances</i>

<b>PIS</b>	Programa de Integração Social
<b>PL</b>	Patrimônio Líquido
<b>PPP</b>	Parceria Público Privada
<b>REIT</b>	<i>Real Estate Investment Trust</i>
<b>RMBS</b>	<i>Residential Mortgage-Backed Security</i>
<b>AS</b>	Sociedade Anônima
<b>SCFI</b>	Sociedade de Crédito Financiamento e Investimento
<b>SEC</b>	<i>Securities Exchange and Commission</i>
<b>SELIC</b>	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
<b>SPE</b>	Sociedade de Propósito Específico
<b>UQBAR</b>	Empresa especializada em finanças estruturadas
<b>USPF</b>	<i>United States Public Finance</i>
<b>VPE</b>	Veículo de Propósito Específico

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>14</b>
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO .....	14
1.2 SITUAÇÃO PROBLEMA .....	15
1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA .....	23
1.4 JUSTIFICATIVAS DO ESTUDO .....	23
1.5 CONTRIBUIÇÕES E DELIMITAÇÃO DO ESTUDO .....	24
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....</b>	<b>26</b>
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA .....	26
2.1.1 A REVISÃO DE EISENHARDT .....	36
2.1.2 CONFLITOS DE INTERESSE NA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO .....	41
2.1.3 CONFLITOS DE INTERESSE NAS INSTRUÇÕES DA CVM .....	49
2.1.3.1 Instrução CVM 306/99 .....	50
2.1.3.2 Instrução CVM 409/04 .....	52
2.1.3.3 Instrução CVM 554/14 .....	53
2.1.3.4 Instrução CVM 555/14 .....	56
2.1.3.5 Instrução CVM 558/15 .....	59
2.2 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS .....	63
2.2.1 AS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO .....	65
2.2.2 LEGISLAÇÃO .....	67
2.2.3 VANTAGENS DOS FIDCS .....	71
2.2.4 CARACTERÍSTICAS .....	73
2.2.5 TIPOS DE COTAS DE FIDCS .....	74
2.2.6 AGENTES ENVOLVIDOS .....	75
2.2.7 TIPOS DE DIREITOS CREDITÓRIOS .....	84
2.2.8 REGULAMENTOS E TAXAS .....	85
2.3 ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE FIDCS .....	86
2.3.1 ESTUDO 01 – ANDRADE FREUND (2013) .....	87
2.3.2 ESTUDO 02 – RICARDO SILVA (2010) .....	94
2.3.3 ESTUDO 03 – LUXO (2007) .....	97
2.3.4 ESTUDO 04 – TEIXEIRA (2006) .....	104
2.3.5 ESTUDO 05 – FAVERO JR. (2014) .....	110
2.4 AGÊNCIAS DE RATING .....	112
2.4.1 DEFINIÇÕES .....	113

2.4.2 HISTÓRICO .....	115
2.4.3 FITCH RATINGS .....	116
2.4.3.1 Critérios e Limitações .....	116
2.4.3.2 Metodologias Utilizadas .....	118
2.4.3.3 Ratings para governos e setor público da Fitch .....	120
2.4.4 STANDARD AND POORS .....	121
2.4.4.1 Critérios e atributos dos ratings .....	121
2.4.4.2 Relatórios .....	123
2.4.4.3 Ratings para operações financeiras estruturadas .....	124
2.4.5 MOODY'S INVESTOR .....	124
2.4.5.1 Definições e princípios básicos .....	125
2.4.5.2 Ratings por segmento de mercado .....	127
2.4.5.3 Tipos de relatórios de rating .....	128
2.4.6 METODOLOGIAS DOS RATINGS .....	129
2.4.7 ETAPAS NA ELABORAÇÃO DOS RATINGS .....	134
2.4.8 CRÍTICAS ÀS AGÊNCIAS DE RATING .....	136
2.4.9 ESTUDO EMPÍRICO: ESTUDO 06 – MACHADO (2005) .....	140
2.5 TEORIA DO RISCO APLICADA AOS FIDCs .....	144
<b>3 METODOLOGIA DA PESQUISA .....</b>	<b>151</b>
<b>4 RESULTADOS .....</b>	<b>156</b>
4.1 MOMENTO PRÉ-DISTRIBUIÇÃO: RATING PRELIMINAR .....	156
4.1.1 AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO .....	157
4.1.2 RATINGS ATRIBUÍDOS AOS FIDCs DA AMOSTRA .....	158
4.1.3 FORMA DO FIDC .....	158
4.1.4 CEDENTES .....	159
4.1.5 ADMINISTRADORES E GESTORES .....	160
4.1.6 CUSTÓDIA .....	162
4.1.7 AUDITORIAS .....	163
4.1.8 ESFORÇOS NA DISTRIBUIÇÃO .....	163
4.1.9 DISTRIBUIÇÃO DOS EVENTOS DE AVALIAÇÃO AO LONGO DO TEMPO .....	164
4.1.10 NATUREZA DOS DIREITOS CREDITÓRIOS .....	165
4.1.11 BENCHMARK ESCOLHIDO .....	166
4.2 ATIVIDADE PÓS-DISTRIBUIÇÃO: MONITORAMENTO .....	167
4.2.1 POTENCIAL CONFLITO DE INTERESSES (TEORIA DA AGÊNCIA) .....	167

4.2.2 EVENTOS DE AVALIAÇÃO (TEORIA DO RISCO) .....	169
4.2.3 ANÁLISE DE CASOS .....	172
4.2.4 RESULTADOS NOS 44 FIDCS .....	217
4.2.5 ANÁLISE COMPLEMENTAR .....	218
4.2.5.1 <i>Eventos de avaliação, liquidação e/ou amortização</i> .....	219
4.2.5.2 <i>Causas dos rebaixamentos de rating</i> .....	220
4.2.5.3 <i>Resultado final (encerramento) dos FIDCs</i> .....	221
4.2.5.4 <i>Níveis de subordinação</i> .....	222
4.2.5.5 <i>GPCI x Substituição dos participantes</i> .....	224
4.2.5.6 <i>GPCI x Eventos de avaliação</i> .....	225
<b>5 CONCLUSÕES .....</b>	<b>228</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>231</b>
<b>APÊNDICE A – TIPOS DE RISCOS DOS FIDC .....</b>	<b>240</b>
<b>APÊNDICE B – LISTA DE FIDCS: RESULTADOS ATIVIDADES PÓS- DISTRIBUIÇÃO .....</b>	<b>241</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) são parte da indústria de fundos de investimentos no Brasil. Por outro lado, esse tipo de fundo faz parte também do que se denomina de finanças estruturadas. De acordo com o dicionário de finanças da UQBAR (2015a)<sup>1</sup>:

Operações de finanças estruturadas são aquelas que buscam financiamento ou mitigação de risco para uma determinada atividade econômica de forma diferente das convencionais, tais como: empréstimos, swaps ou a emissão de ações ou debêntures. As reduções de custo e riscos financeiros associados a estas operações são obtidas através da transferência de risco de um ou mais ativos e da geração de liquidez pela emissão de títulos lastreados nestes ativos. O exemplo mais clássico é a operação de securitização, na qual a transferência de risco é obtida a partir da cessão definitiva dos ativos.

As finanças estruturadas, portanto, produzem ativos financeiros negociados no mercado de capitais, aonde as empresas podem encontrar financiamento para suas operações, sem necessariamente passar pelo sistema financeiro tradicional representado pelos empréstimos bancários.

### 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Conforme estudo elaborado pela Tendências Consultoria, do qual participaram os economistas Mailson da Nóbrega, Gustavo Loyola, Ernesto Moreira Guedes Filho e Denise Pasqual, embora o mercado de capitais brasileiro seja pouco expressivo, o mesmo possui um imenso potencial, o que implicaria no significativo crescimento de oferta de recursos. Segundo Nóbrega et al. (2000, p. 06):

Existem três caminhos para associar a poupança ao investimento. (1) o autofinanciamento, em que as empresas geram internamente seus próprios recursos; (2) o governo, quando financia certas atividades usando a arrecadação de tributos ou a imposição de mecanismos compulsórios de poupança; e (3) o financiamento via mercado financeiro e de capitais. O primeiro é o mais simples e primitivo; o segundo é limitado e sujeito a distorções; o terceiro é comprovadamente o mais eficiente.

Nóbrega et al. (2000) apontaram três entraves que prejudicam o desenvolvimento desse mercado: a liquidez, a transparência e a facilidade de acesso. E em qualquer economia capitalista bem desenvolvida (como é o caso dos países anglo-saxônicos) esses três fatores

---

1

[http://manual.uqbar.com.br/portal/Manual/default/Content?action=2&uri=%2FManual%2FFinancas\\_estruturadas.html](http://manual.uqbar.com.br/portal/Manual/default/Content?action=2&uri=%2FManual%2FFinancas_estruturadas.html)

estão fortemente presente: o mercado de capitais se apresenta como uma fonte mais barata e preferencial de financiamento pelas empresas. No Brasil, o longo processo inflacionário prejudicou o uso do mercado de capitais como fonte de financiamento preferencial das empresas. Porém, esse cenário se alterou a partir das consequências dadas pela estabilização econômica que passaram a surtir efeito sobre a economia brasileira a partir do Plano Real (1994). Famá e Ribeiro Neto (2002, p. 29) já alertavam para a importância do posicionamento das empresas brasileiras quanto ao uso do mercado de capitais:

O atual cenário da economia mundial, cada vez mais integrada, exige um novo posicionamento das empresas brasileiras. O alto custo de captação de recursos para o financiamento de projetos, o ineficiente sistema tributário, aliados à falta de uma poupança interna no País, dificultam o financiamento das companhias brasileiras. O mercado de capitais aparece como alternativa para solucionar essas questões. Contudo, a despeito do crescimento da economia nos últimos anos, o número de empresas com ações negociadas em Bolsa no Brasil vem diminuindo constantemente.

## 1.2 SITUAÇÃO PROBLEMA: FORMAS DE SECURITIZAÇÃO

Embora o Mercado de Capitais possua instrumentos mais tradicionais de captação de recursos como, por exemplo, as ações, debêntures e notas promissórias, tem se observado que desde os anos 80 vem se desenvolvendo instrumentos de financiamento relativos às finanças estruturadas, dentre as quais é possível destacar as operações de securitização.

Uma operação básica de securitização de ativos envolve a triangulação de três participantes principais:

- i. o CEDENTE ou originador dos ativos negociados;
- ii. uma ENTIDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO (Sociedade de PE) e que no caso da indústria de fundos de investimentos no Brasil é representada pelos FIDCs e CRIs;
- iii. e o MERCADO DE CAPITAIS, representado pelos investidores.

No Brasil as formas de securitização mais relevantes estão representadas por dois tipos de fundos de investimento: os fundos de investimento imobiliário (FII), os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), além dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Nesse trabalho serão examinados exclusivamente os fundos de investimentos em direitos creditórios. Borges e Lopes (2001, p. 290) já haviam alertado para essa diversificação nos instrumentos de financiamento utilizados pelo mercado de capitais:

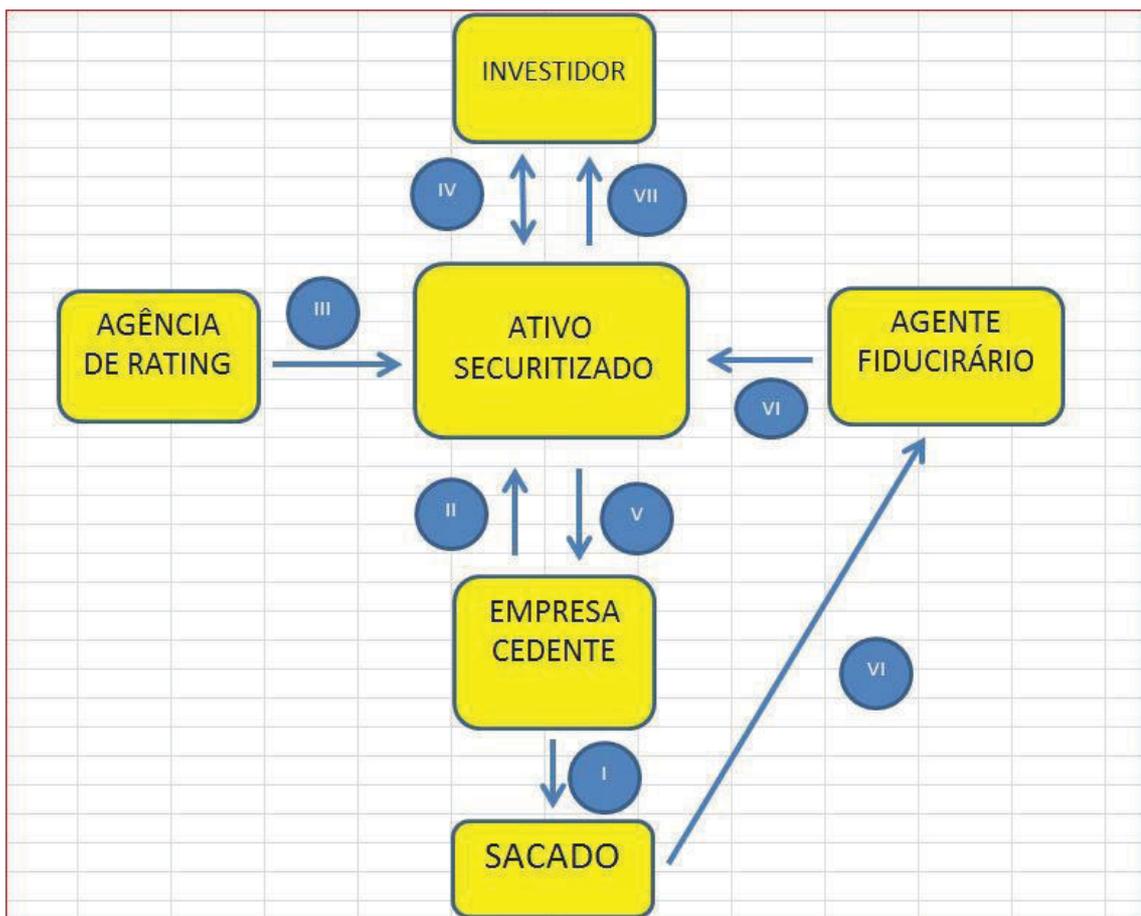
Além desses valores mobiliários, as empresas tomadoras vêm captando através de contratos de mútuo ou de abertura de crédito, utilizando garantias corporativas ou vinculação de receita, em operações que utilizam alguns dos instrumentos

financeiros de *project finance*, devido às dificuldades em ter ativos como garantia real das operações.

Apesar de largamente testados em nosso mercado financeiro, esses contratos tenderão cada vez mais a ser substituídos por valores mobiliários, devido ao fato de serem desenhados para utilização no mercado de capitais ao contrário dos contratos de empréstimo tradicionais, possibilitando a reciclagem desses papéis junto aos investidores, desde que as taxas de risco estejam compatíveis com aquelas praticadas no meio financeiro e os prazos estejam compatíveis com as fontes das instituições financeiras.

Os FIDCs são uma das formas de securitização padronizadas adotadas no mercado brasileiro, cuja estrutura envolve um número maior de participantes, como, por exemplo, uma agência de rating para monitorar o fundo, um agente fiduciário para garantir a padronização das operações e uma empresa cedente dos direitos creditórios ao fundo. Um fluxograma de um ativo securitizado no formato de um FIDC é apresentado na figura a seguir:

**FIGURA 01 – FLUXO BÁSICO DE SECURITIZAÇÃO DE UM ATIVO**



**Fonte:** elaborado pelo autor.

Na figura acima é possível identificar os seguintes fluxos:

- I. Empresa cedente concede o crédito para o fornecedor.

- II. Empresa cedente (originadora) cede os créditos para o fundo ou SPE.
- III. A agência de classificação de risco analisa a operação gerando um rating.
- IV. O fundo vende as cotas para o investidor.
- V. Esses recursos das cotas são transferidos para a empresa cedente.
- VI. Os devedores (sacados) pagam para o fundo via agente fiduciário.
- VII. O fundo remunera os investidores.

Essa é uma estrutura básica. Outros exemplos de securitização por meio de FIDCs serão apresentados mais adiante nessa pesquisa. O presente estudo busca analisar os aspectos operacionais dos FIDCs (fluxos de direitos creditórios) como instrumentos alternativos de financiamento utilizados no âmbito do mercado de capitais, além de abordar aspectos relativos à transparência de informações no contexto dos ratings emitidos pelas agências de classificação de risco.

Além de financiarem as empresas, os FIDCs podem ser utilizados para financiamento de projetos de infraestrutura. Conforme afirmam Gordon e Amatuzzi (2005), a criação da Lei 11.079/04, também conhecida como Lei das Parcerias Público-Privadas (PPPs), e que tenta solucionar o problema da necessidade de investimentos em infraestrutura. Segundo esses mesmos autores existem duas formas de se financiar esses projetos:

- i. a primeira seria a forma tradicional, que é feita pelo aporte de recursos por instituições financeiras públicas e privadas, nas quais se destacam o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e organismos multilaterais.
- ii. a outra forma seriam os veículos de securitização de recebíveis mais adotados no Brasil, os FIDCs que se beneficiam pelo fato de contarem com tratamento tributário diferenciado, além de sofrerem avaliação das agências de classificação de risco. Os autores ressaltam, porém que os FIDCs não podem ser confundidos com o Fundo Garantidor das PPPs. Esses FIDCs, também conhecidos como Fundos de Investimento em Direitos Creditórios FIDC-PIPS são veículos de financiamento previstos para utilização no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social, aonde se destacam a Lei 10.735/03 e o Decreto 5.004/04. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) regulamentou esses FIDCs por meio da ICVM 399/03.

Ainda segundo Gordon e Amazutti (2005), o PIPS é voltado para projetos estruturados na área de desenvolvimento urbano em infraestrutura, nos seguintes segmentos:

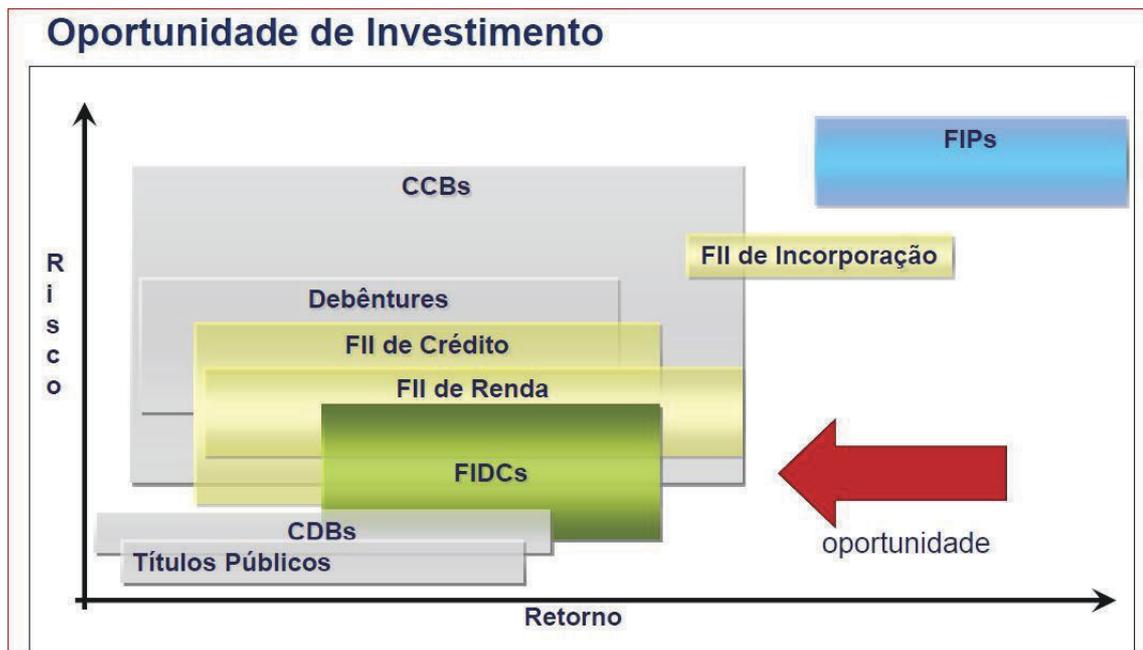
saneamento básico, energia elétrica, gás, telecomunicações, rodovias, sistemas de irrigação e drenagem, portos e serviços de transporte em geral, habitação, comércio e serviços. Porém, a regulamentação criada pela CVM optou por só facultar a utilização desses FIDCs para projetos ligados à habitação, carecendo, portanto, de regulamentação para as outras áreas de infraestrutura que não a habitação, o que acabou contribuindo para que esse programa não conseguisse solucionar satisfatoriamente os problemas de financiamento de infraestrutura pelo qual foi criado.

Por outro lado, no mercado de capitais brasileiro, em menos de dois anos depois de regulamentados pela CVM, os FIDCs assumiram a preferência na lista de possibilidades de operações de securitização em função da sua forma padronizada, e das vantagens fiscais existente na legislação, conforme debate ocorrido no Congresso Nacional de Securitização ocorrido em 18 de agosto de 2005 e publicado na revista *Capital Aberto* (2004):

O primeiro ponto a destacar é o forte crescimento que o mercado apresentou nos últimos semestres, o qual foi catalisado pelo aparecimento dos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC ou Fundo de Recebíveis). Segundo relatório preparado pela Uqbar os FIDC foram responsáveis por 83% do que foi realizado no mercado nacional no primeiro semestre de 2004, que atingiu o montante total de R\$ 1,32 bilhão em títulos emitidos neste período contra R\$ 190 milhão no primeiro semestre do 2003. (SPRAGINS, 2004).

Mizukawa (2013) considera os FIDCs (segundo o autor, e que são conhecidos como Fundos de Recebíveis) como o principal instrumento de securitização do mercado de capitais no Brasil. Esse autor diferencia o crédito estruturado (debêntures e CCBs como garantias) das operações de securitização propriamente ditas, sendo que essas últimas estão representadas pelos FIDCs, CRIs e CRAs (agrários). Porém o autor alerta também para o fato de que no mercado internacional as estruturas de securitização não são classificadas como sendo “investimentos alternativos”, dos quais fazem parte os fundos de Private Equity, os *Hedge Funds*, além dos projetos de *Real Estate* e de Infraestrutura, sejam elas econômicas ou sociais. Um gráfico muito interessante elaborado por esse autor e apresentado em um seminário do IBCPF (Instituto Brasileiro de Formação e Capacitação) é apresentado a seguir, relacionando o risco e o retorno dos FIDCs se comparados com outras operações e estruturas financeiras:

**FIGURA 02 - RISCO E RETORNO DE OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTO**



Fonte: Mizukawa (2013, p. 7).

Em especial, os bancos se tornaram grandes cedentes dessas operações no Brasil.

Ambrose, Lacour-Little e Sanders (2005) fizeram uma pesquisa sobre o mercado norte-americano tentando identificar em que medida a arbitragem do capital regulatório, a reputação ou a assimetria de informação influenciam as decisões de securitização por parte dos bancos. De acordo com o dicionário financeiro do Financial Times (2015), o capital regulatório pode ser definido como:

Capital regulatório é a quantia de capital de risco mantida pelas instituições financeiras para fazer frente à qualquer eventualidade, tais como os riscos de mercado ou riscos de crédito. Essa quantia é determinada pela legislação (do país) ou pelos órgãos reguladores (governamentais). (tradução nossa)<sup>2</sup>

Os autores argumentam que os bancos podem escolher entre manter os empréstimos privados (hipotecas) concedidos em seus balanços ou transformá-los em títulos via securitização de ativos. A securitização desses empréstimos melhora a liquidez dos bancos, transfere o risco de crédito, aumenta a rentabilidade, melhorando os indicadores exigidos pelos acordos da Basileia. Após examinada a questão, concluiu-se que as operações de securitização dos empréstimos hipotecários apresentaram menor taxa de default do que

<sup>2</sup> Regulatory capital is the amount of risk capital held by financial services company to enable them to survive any difficulties such as market or credit risks. The amount is determined by legislation or regulators.

aqueles que optavam por manter tais empréstimos em carteira. Os autores concluíram também que os bancos norte-americanos preferiam manter os empréstimos de maior risco em suas carteiras enquanto que vendiam os seus empréstimos de baixo risco no mercado secundário, e que tais decisões eram tomadas fundamentalmente por causa da arbitragem do capital regulatório e por questões de reputação.

Por outro lado, Santana (2013) fez uma análise da utilização das operações *off-balance sheet* (operações “fora do balanço” como as sociedades de propósito específico e outras formas de securitização) e instrumentos híbridos por empresas brasileiras que compõem o IBrX-100. O autor concluiu que as empresas brasileiras que possuem maior grau de internacionalização além de serem mais sofisticadas, fazem um uso maior dessas operações. Concluiu também que o rating que as agências de risco de crédito emitem sobre as empresas acaba por influenciar a decisão dessas empresas em se utilizar esses instrumentos, na medida em que quanto pior o rating da empresa, mais esse tipo de empresa procura utilizar esse tipo de operação, que permite a segregação do risco dos cedentes dos ativos financeiros. Ou seja, empresas com ratings não tão bons conseguem crédito por meio de operações de securitização, dentre as quais os FIDCs ao criarem fundos de investimento ou sociedades de propósito específico que comprem esses ativos financeiros.

Cornaggia, Cornaggia e Hund (2012) realizaram uma pesquisa a respeito das diferentes performances dos ratings de crédito por meio das classes de ativos no mercado norte-americano. Os ratings são fundamentais para que os investidores possam tomar suas decisões de investimento, incluindo os ABS (*Asset Backed Security*), um dos assuntos desta pesquisa. Os autores concluíram que as emissões corporativas tradicionais estruturadas sob a forma de produtos financeiros geram mais receitas para as agências de crédito, por conta disso recebem ratings mais altos. Por outro lado, as emissões governamentais (países, municípios) geram menos receita para essas mesmas agências e recebem notas mais baixas de modo bastante significativo quando comparados às emissões corporativas. Isso é importante, pois pode indicar que determinados tipos de ABS (equivalentes aos FIDCs no Brasil) podem estar com seus ratings inflacionados quando comparados aos outros ABS ou às outras operações de securitização que viessem a ser emitidas pelas entidades governamentais (CORNAGGIA; CORNAGGIA; HUND, 2012).

Cantor e Parker (1996) analisaram as semelhanças dos ratings atribuídos entre as duas principais agências de rating, a Moody's e a Standard and Poor's em relação a créditos soberanos. Por meio dessa pesquisa eles conseguiram encontrar os seguintes resultados:

- a) 67% dos ratings eram semelhantes para as categorias de elevado grau de investimento (triplo A e duplo A, até neutro);
- b) 56% dos ratings eram semelhantes para os outros investimentos do grupo de *investment grade*;
- c) 29% dos ratings eram semelhantes para os investimentos do grupo de *non-investment grade*.

Diversos profissionais de mercado consideram o FIDC como uma operação de renda fixa. Essa é a definição dada por Mattes (2006), quando afirma sobre os FIDCs (assunto a ser abordado no tópico 2.2.7 TIPOS DE DIREITOS CREDITÓRIOS): “O que é um FIDC: De forma introdutória podemos definir que os FIDCs são fundos de investimentos da categoria renda fixa, cuja carteira é constituída, predominantemente de direitos creditórios”.

Nos FIDCs existem as cotas subordinadas (normalmente adquiridas pelos cedentes dos direitos creditórios), tanto a mezanino quanto a júnior, e que são desenhadas para proporcionar a devida proteção às cotas seniores (adquiridas pelos investidores) em casos de problema no fluxo de pagamento. Apesar disso, os FIDCs utilizados para financiar as empresas e operações bancárias também têm apresentado problemas que vez por outras surpreendem os investidores que confiaram nas notas atribuídas a esses fundos pelas agências de classificação de risco.

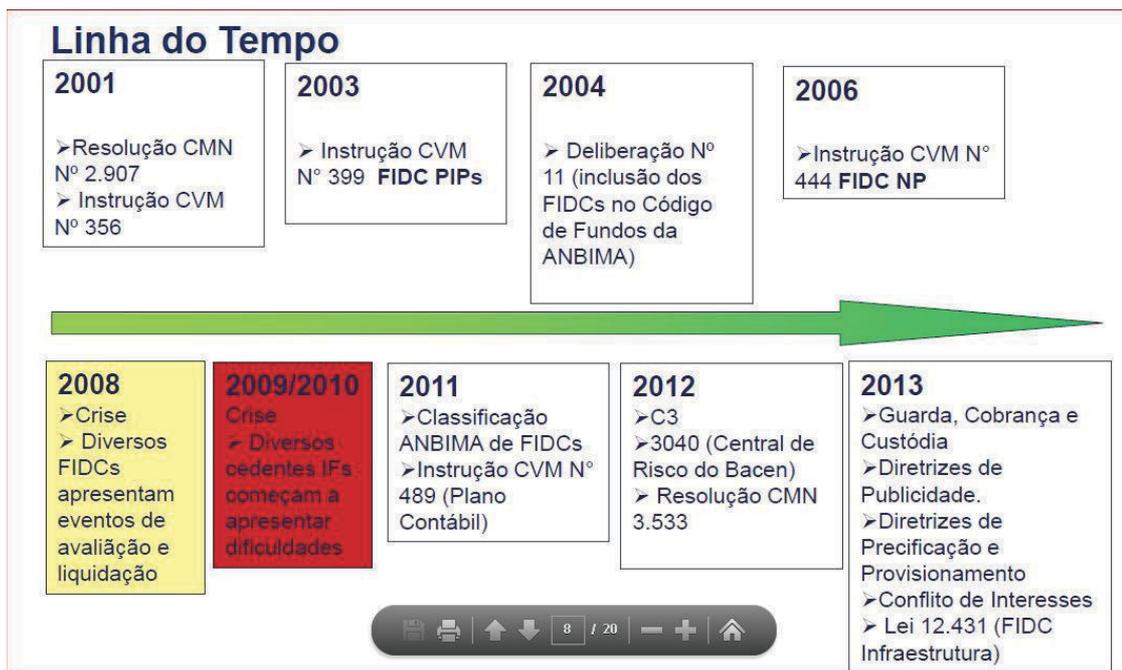
Desde sua regulamentação pela CVM em 2003, diversos FIDCs têm apresentado problemas de avaliação de eventos e até mesmo de default, sendo que após a crise financeira mundial de 2008, o mercado de FIDCs passou a ser olhado com mais desconfiança por parte dos investidores. Campos Catão et al. (2009) indicaram que bancos de pequeno e médio porte focaram suas operações no financiamento de pessoas físicas de menor renda, porém, ao visualizar a possibilidade de venda futura desses empréstimos, essas instituições poderiam se tornar menos criteriosas no processo de concessão de crédito, fazendo cair a qualidade da carteira que continha esses empréstimos. Para assegurar a atratividade de novas operações, os bancos podem ter vendido seus melhores créditos de suas carteiras, mantendo os empréstimos de pior risco em seu portfólio. Isso pode perfeitamente ter tornado essas instituições mais vulneráveis às consequências da crise financeira global de 2007/2008.

Essas operações de securitização tinham a vantagem de diminuir o volume de participação de capitais de terceiros, pois parte dos recursos oriundos da securitização pode ser usada para saldar dívidas ou gerar novos empréstimos, reduzindo então a participação dos

capitais de terceiros na estrutura de financiamento das instituições financeiras (CATÃO et al., 2009).

A respeito desse período de dificuldades e desconfianças do mercado de FIDCs, Mizukawa (2013) elaborou a evolução dos FIDCs, aonde situa os anos de 2008, 2009 e 2010 como sendo um período de bastante turbulência nesse mercado, como pode ser visto na figura a seguir:

**FIGURA 03 - EVOLUÇÃO E TURBULÊNCIAS NO MERCADO DE FIDCs**



Fonte: Mizukawa (2013, p. 7).

Além disso, conforme Pavani (2014) em artigo recente publicado a respeito dos FIDCs situa no mesmo período:

Porém, a partir de 2010, esses fundos caíram em desgraça, com a descoberta de irregularidades envolvendo bancos como o Panamericano, o Cruzeiro do Sul e o BVA e, mais recentemente, com a empresa de *factoring* TrendBank. Problemas como ocultar a inadimplência das carteiras, duplicar os valores a receber, vender o mesmo ativo para mais de um fundo ou fazer empréstimos a empresas ligadas à instituição afastaram os investidores e levaram o Banco Central (BC) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a criar regras mais rígidas para o controle dos ativos que entram nessas carteiras e sua transparência.

De acordo com Cruz e Bispo (2008), os FIDCs foram criados para proporcionar maior diluição de riscos, diminuindo a possibilidade de inadimplência. FIDCs bem estruturados produzem séries de cotas com elevados ratings, tornando o fundo atrativo para investidores que almejam retornos maiores do que os proporcionados por ativos mais tradicionais como os fundos de renda fixa e DI.

Nesse sentido, o objetivo dessa pesquisa é ampliar o universo de investigações com relação aos fundos de investimento em direitos creditórios que passaram por eventos de avaliação ou liquidação antecipada, mesmo tendo elevados ratings de emissão por parte das agências de classificação de risco. Diante desse contexto, esta pesquisa é norteada pela seguinte questão:

- i. Quais são os principais fatores (motivos, causas) que levaram os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) que detinham elevados ratings preliminares a passar por eventos de avaliação, rebaixamento de rating e/ou liquidação antecipada no período de 2005 a 2014?

### 1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA

Para responder a questão de pesquisa, este estudo tem os seguintes objetivos:

- a) Avaliar as características preliminares de um conjunto de FIDCs que apresentaram eventos de avaliação no período que vai de 2005 a 2014.
- b) Analisar as origens (“tipificação”) dos eventos de avaliação ocorridos com uma amostra de FIDCs no período de 2005 a 2014.
- c) Avaliar a existência de evidências que indiquem conflitos de interesse entre os participantes (administradores, agências de rating, auditorias, cobranças, custodiantes, gestores, originadores) de um conjunto de FIDCs selecionados que passaram por eventos de avaliação entre 2005 e 2014.

### 1.4 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

A participação de grandes e experientes instituições financeiras no processo de estruturação de um FIDC deve proporcionar mais segurança de decisão para os investidores. Porém, além de poderem ser administradores, gestores ou estruturadores desses fundos, existem outros participantes que cuidam para a devida mitigação dos riscos da operação. Conforme afirmam Cruz e Bispo (2008) existem tipos de três empresas que participam da gestão de risco dos FIDCs, sendo, portanto, fundamentais na gestão dos riscos de um FIDC bem estruturado:

- i. instituição custodiante: recebe os direitos creditórios cedidos, analisa as características desses direitos e somente adicionará à carteira do fundo se forem satisfeitos todos os critérios de elegibilidade;
- ii. agências de classificação de risco: atribuem ratings às cotas dos FIDCs periodicamente;
- iii. empresas de auditoria independente: analisam os lastros entre os documentos comprobatórios dos recebíveis e a carteira do fundo.

Logo, para que esse ramo da indústria de fundos proporcionados pelos FIDCs possa continuar o seu desenvolvimento com segurança para os investidores e se tornar uma fonte de financiamento mais acessível para as empresas se faz necessária realizar pesquisas que caracterizem esse tipo de operação financeira no mercado brasileiro, olhando-se criticamente para as relações que possam existir entre os riscos desses fundos e os ratings atribuídos pelas agências de classificação de risco.

## 1.5 CONTRIBUIÇÕES E DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

Esse estudo espera contribuir para o debate a respeito dos conflitos de interesse que possam eventualmente existir entre os diversos agentes que participam na estruturação de um FIDC, podendo os seus resultados também ser aplicados a outros tipos de operações classificadas pelas agências de classificação de risco, bancos e consultoria como finanças estruturadas.

Essas operações de finanças estruturadas, nas quais os FIDCs se inserem, tiveram a sua importância aumentada no financiamento dos projetos públicos e privados nas últimas décadas. E mesmo com o elevado grau de sofisticação matemática e estatística utilizados pelas instituições que gerenciam riscos, os investidores sentem a necessidade de maior transparência e fidedignidade nas informações apresentadas pelas instituições financeiras e de classificação de risco em seus relatórios de avaliação de risco.

Os órgãos reguladores (que no caso do Brasil são o BACEN, a CETIP, a CVM e a ANBIMA, esta última autoreguladora) também se sentem desafiados a elaborar legislações que cubram e monitorem com maior eficiência essas operações, que os investidores (na maior parte, representados pelos fundos de investimento) sentem uma dificuldade maior em compreender dado o elevado grau de sofisticação financeira dessas operações, e que envolvem também um razoável arcabouço jurídico representado pelos contratos (entre agentes

e principais), um dos objetos de estudo da Teoria da Agência. Dessa forma, todo e qualquer estudo dessa natureza é bem vindo.

As principais limitações desse estudo são:

- a) Nem sempre as fontes de informação sobre determinados fundos estavam completas no banco de dados fornecidos pela CVM.
- b) E a ausência de informações mais completas a respeito dos fundos que seguem a Instrução CVM 476.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A fundamentação teórica desse trabalho se baseia em duas teorias (Agência e Risco), um corpo de conhecimento declarativo (FIDCs) e um de conhecimento procedural (agências de classificação de risco):

- i. Teoria da Agência, que será utilizada para analisar os conflitos de interesses que possam existir num FIDC;
- ii. Os conceitos relativos aos FIDCs como instrumentos de finanças estruturadas, aonde serão destacados quatro trabalhos acadêmicos desenvolvidos sobre esses fundos;
- iii. Os conhecimentos produzidos pelas agências de classificação de risco (histórico, metodologia, relatórios, críticas).
- iv. Teoria do Risco, que será utilizada para analisar os eventos de avaliação ocorridos nos fundos da amostra.

### 2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

A Teoria da Agência começou a ser desenvolvida nos anos 70. Tem como base o utilitarismo econômico apresentado por Stephen Ross em 1973 por meio de seu artigo intitulado “*The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem*”. Ross (1973) afirma que uma relação de agência é uma das mais antigas e comuns maneiras sistematizadas de relação social. De acordo com Ross (1973, p. 134):

Nós dizemos que uma relação de agência surgiu entre duas (ou mais) partes quando uma das partes, designada agente, age por ou em nome de, ou como representante de outra (parte), designada principal, em de domínio particular de problemas de decisões. (tradução nossa)<sup>3</sup>

Ross (1973) indica que os exemplos de agência são universais, constituídos basicamente de todos os arranjos contratuais: desde contrato de um empregado para com seu empregador até mesmo entre o governo e seus governados, pois todos contêm elementos de agência.

---

<sup>3</sup> We will say that an agency relationship has arisen between two (or more) parties when one, designated as the agent, acts for, on behalf of, or as representative for the other, designated the principal, in a particular domain of decisions problems.”

Posteriormente, Jensen e Meckling (1976) publicaram uma pesquisa intitulada *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, cujo objetivo era delinear os recentes progressos sobre as teorias da agência, dos direitos de propriedade e teoria das finanças, para então desenvolver uma teoria de estrutura de propriedade da firma. Esse trabalho pioneiro trouxe luz para diversos assuntos como: definição de firma, separação de propriedade e controle, a responsabilidade social dos negócios, a definição de função objetiva da corporação, determinação de estrutura de capital ótima, conteúdos nos contratos de crédito, teoria das organizações, além dos problemas de mercado relativos a integridade das ofertas.

Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como sendo um contrato pela qual uma ou mais pessoas (o principal ou os principais) contratam outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço em seu nome que envolva a delegação ao agente de autoridade para tomar decisões. Partindo do pressuposto que os dois lados da relação procuram maximizar suas utilidades, há boas razões para se acreditar que nem sempre o agente irá agir no melhor interesse do principal. Para evitar tal situação, o principal procura limitar essas divergências de seus interesses estabelecendo incentivos apropriados ao agente. E haverá até mesmo situações nas quais o agente será pago para dispende recursos que garantam que ele não irá realizar ações que prejudiquem o principal, ou ao menos compensem o principal caso tais ações ocorram.

Jensen e Meckling (1976) afirmam existir um mercado de contratos entre os diversos agentes econômicos: pessoas físicas, jurídicas e governos. Desse modo, toda a atividade econômica estaria representada pelos contratos bilaterais estabelecidos entre essas diversas partes. Esses contratos bilaterais possuem duas pontas: um representando o principal e a outra parte representada pelo seu agente, contratado para representar os interesses do agente. Entre essas duas partes existem problemas de assimetria de informações, na qual o agente possui informações privilegiadas, operacionais, pelas quais foi contratado pelo principal, que por sua vez tem dificuldade em observar a ação do seu agente contratado. Essas ações desenvolvidas pelo agente em nome do principal afetam o bem estar entre as partes.

Para tentar contornar essa dificuldade que o principal tem em monitorar o agente contratado, o principal procura estabelecer no contrato assinado um sistema de compensações para estimular o agente a agir de acordo com o interesse do principal. Esses sistemas de compensação baseia-se na performance observada, ao mesmo tempo em que geram um *trade*

*off* a ser enfrentado entre as duas partes: quais seriam os melhores incentivos com base na repartição dos riscos existentes nesses incentivos (JENSEN; MECKLING, 1976).

De qualquer modo, Jensen e Meckling (1976) afirmam que é impossível tanto para o agente quanto para o principal assegurar que o agente tomará as melhores decisões sob o ponto de vista do principal. Os autores consideram que na maioria das relações de agência, tanto o principal quanto o agente terão que arcar com custos de monitoramento e de adesão a esses mecanismos de controle (denominados pela literatura de *bonding costs*) sejam esses custos tanto pecuniários quanto não pecuniários. E mesmo assim, considera-se que haverá uma divergência entre as decisões tomadas pelo agente e as decisões que maximizariam o bem-estar do principal. Essa diferença é definida como custo da relação de agência, que por sua vez é composta pela soma da perda residual (divergência) com os gastos de monitoramento do principal e também os gastos de adesão do agente.

Jensen e Meckling (1976) apontaram também que há conflitos de interesse não só entre os acionistas (principais) e os gestores (executivos), mas também entre os acionistas e os credores. Além disso, os gestores tinham que arbitrar outra importante disputa existente entre os próprios acionistas: os minoritários versus os majoritários. Porém, observaram que os acionistas majoritários contavam com a vantagem de poder destituir os gestores. A nova definição de firma feita pelos autores, e que leva em consideração a existência de capital próprio e a emissão de dívida, essa definição acaba tendo impacto sobre outras questões relevantes para a organização, dentre as quais é possível destacar: a separação entre propriedade e controle da organização, a função objetivo da empresa, a responsabilidade social, a estrutura ótima de capital da organização, bem como o conteúdo presente nos contratos de crédito.

Hölmstrom (1979) reconhece que o problema do risco moral (*moral hazard*) pode crescer quando os indivíduos tomam decisões arriscadas em função de seus interesses particulares de tal modo que suas ações afetam a distribuição dos resultados, citando como exemplo os contratos de seguros, os contratos de trabalho e a delegação de responsabilidade para a tomada de decisões. São situações em que a solução ótima de Pareto é excluída por não conseguir induzir os incentivos apropriados para a tomada de decisões corretas. Uma segunda melhor solução que troca alguns benefícios arriscados pelas cláusulas de incentivos acaba sendo atingida pelas partes em contrato. A origem desse risco moral ou problema de incentivo está na assimetria de informações entre esses indivíduos derivadas do fato de que ações individuais não podem ser observadas e, portanto, nem sempre estão presentes nas cláusulas

contratuais. A solução natural para essa situação é investir recursos no monitoramento dessas ações e usar tais informações nos contratos.

Nas situações simples é possível um monitoramento completo na qual é possível atingir a solução ótima de Pareto (a primeira solução que faz a divisão ótima dos riscos) pode ser alcançada por meio de cláusulas contratuais que penalizem um comportamento não desejado por parte do agente. Porém, em boa parte das situações isso não ocorre, pois a observação completa das ações ou se torna impossível ou possui custos proibitivos. Nesses casos, é possível criar centros de interesses com base no uso de estimadores imperfeitos a serem previstos no contrato. O autor afirma que em várias pesquisas (observações) foi possível observar que a informação imperfeita é bastante usada na prática para tentar minimizar o problema do risco moral, especialmente na contabilidade gerencial e na supervisão de empregados (HÖLMSTROM, 1979).

Hölmstrom (1979) indica que as relações entre agente e principal são as que prevalecem no mundo econômico e que qualquer informação imperfeita sobre ações ou estados da natureza (situações) pode ser usada para melhorar os contratos. As informações adicionais também são valiosas, pois permitem um julgamento mais acurado da performance do agente, fornecendo desse modo os mesmos incentivos para esforços com menos perdas de benefícios. Desse modo, a relação entre acionistas (*equityholders*) e gestores (*managers*) irá se pautar por incentivos apropriados estabelecidos em contratos. E cita como um exemplo de incentivo o compartilhamento de capital.

De acordo com Famá e Jensen (1983) os problemas de agência surgem porque os contratos para serem escritos e executados não são sem custo. Os custos de agência incluem os custos de estruturação, monitoramento e a vinculação de um conjunto de contratos entre os agentes com conflitos de interesses. Os custos de agência incluem também o valor da produção perdida, pois os custos da plena execução dos contratos excedem os benefícios.

Para Pratt e Zeckhauser (1985) sempre que um indivíduo depende da ação de outro, então surge uma relação de agência. O indivíduo que executa ação é denominado agente, enquanto que o dependente da ação do outro é o principal. O desafio na relação de agência surge sempre que (e quase sempre é assim) o principal não possa monitorar perfeitamente ou sem custos a ação e a informação do agente. Nessa situação, os problemas de estímulo e execução vêm à tona. A relação de agência é entendida como universal no mundo dos negócios. O reconhecimento desse padrão recorrente aos negócios que são subjacentes a uma variedade de formas ajuda a explicar muita coisa sobre como determinado negócio é

organizado. Isso significa que as relações de negócios são estruturadas para permitir que os principais possam exercer uma apropriada influência sobre as ações dos agentes.

Dada a informação assimétrica (quando os agentes sabem mais sobre suas ações do que seus principais), Pratt e Zeckhauser (1985) entendem que não se pode esperar que qualquer empresa ou negócio possa funcionar tão bem quanto se todas as informações fossem divididas (compartilhadas) sem custo ou se os incentivos entre o principal e os agentes pudessem ser alinhado sem custos. Essa diferença (déficit) é na maior parte das vezes chamada de custo de agência. O desafio se constitui em estruturar uma relação de agência na qual essa situação possa ser minimizada. Além disso, os autores entendem também que os participantes do negócio devem ser razoavelmente bem sucedidos em estruturar mecanismos e arranjos para lidar com os problemas de agência. E mesmo numa situação de empenho por uma segunda melhor solução é cheia de imperfeições e déficits que se espera reduzir.

São estabelecidos entre a organização e os outros agentes uma série de relações contratuais visando reduzir os custos de agência a partir das informações produzidas pela contabilidade. Essa série de contratos procura extrair os seguintes benefícios: a economia de escala para suprir a insuficiência de capital do empreendimento, a diversificação do risco, e a especialização dos diversos agentes já que os agentes não são eficientes nessas funções quando comparados aos administradores profissionais, que para isso terão que ser remunerados. Além disso, é importante observar se o contrato foi violado, e nesse sentido tanto a auditoria quanto a contabilidade apresentam papéis essenciais para esse monitoramento (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

Além desses conflitos entre acionistas e gestores, Harris e Raviv (1991) indicaram outro importante conflito existente nas empresas: entre os financiadores internos (acionistas, *equityholders*, *shareholders*) e os financiadores externos (credores, *debtholders*, *stakeholders*). Quando o retorno dos investimentos fica acima das dívidas, os acionistas capturam a maior parte desses ganhos. No sentido contrário, quando os investimentos fracassam em proporcionar o retorno esperado, os credores arcam com parte das consequências. Portanto, os autores apontam a adequada estruturação de capital como importante fator para tentar reduzir os interesses divergentes dos dois lados.

As possibilidades de relações entre o Principal e o Agente ficam mais claras no quadro a seguir extraído do trabalho de Martinez (1998):

### QUADRO 01 – RELAÇÕES PRINCIPAL-AGENTE

Relações Principal-Agente	O que o Principal espera do Agente?
Acionistas-Gerentes	Que os gerentes maximizem a riqueza dos acionistas (valor das ações).
Debenturistas-Gerentes	Que os gerentes maximizem o retorno aos debenturistas.
Credores-Gerentes	Que os gerentes cumpram os contratos de empréstimos e financiamentos.
Clientes-Gerentes	Que os gerentes entreguem produtos de valor para os clientes, observando qualidade, tempo, serviço e custo.
Governo-Gerentes	Que os gerentes cumpram as obrigações fiscais, trabalhistas e previdenciárias.
Comunidade-Gerentes	Que os gerentes assegurem os interesses comunitários, ambientais, culturais e os valores da comunidade.
Gerentes-Fornecedores	Que os fornecedores façam os suprimentos nas quantidades e momentos solicitados.
Gerentes-Empregadores	Que os empregados trabalhem com os melhores esforços para atender as expectativas dos gerentes.
Gerentes-Audidores Internos	Que os auditores internos avaliem a eficiência e a eficácia das operações, agregando valor às mesmas.
Acionistas-Audidores Externos	Que os auditores atestem a validade das demonstrações contábeis e financeiras, especialmente no que se refere à eficiência e ao nível de rentabilidade.
Credores-Audidores Externos	Que os auditores testem a validade das demonstrações contábeis e financeiras, especialmente no que se refere ao nível de endividamento e na liquidez.

Fonte: Martinez (1998, p. 2)

Hendriksen e Breda (1999) abordam a Teoria da Agência a partir da outorga que o proprietário (principal) outorga a terceiros (agente) a gerência do capital (investimento). Ambos, principal e agente procuram maximizar suas utilidades em um ambiente de assimetria informacional, o que prejudica o alinhamento desses objetivos, na medida em que o agente possui mais informações. Os acionistas se encontram em desvantagem informacional em relação aos executivos. Daí a importância da contabilidade para tentar diminuir essa assimetria informacional.

Jensen (2000) afirma que a Teoria da Agência é fundada no auto interesse de todos os indivíduos, e chega a conclusão que vale a pena os indivíduos criarem estruturas e incentivos que minimizem os custos devidos aos conflitos de interesses entre eles. Os indivíduos agem assim porque eles podem se beneficiar pela redução dos desperdícios que de outra forma resultam do conflito. Um conflito de agência irá surgir e se acentuar dependendo do risco de execução de cada tarefa contratada e também do ambiente de assimetria de informações. Quanto maior for o nível de assimetria da informação, maior será o risco de conflito de interesses dada uma elevada delegação de autoridade para tomada de decisão por parte do principal para o agente.

As principais relações destacadas pela Teoria da Agência estão entre o proprietário (acionista) e os administradores (gestores) das empresas. Qualquer profissional que no exercício de suas atribuições possui interesse pessoal no resultado de uma determinada negociação e execução de ordem, e que seja contrária a de outra parte (contratante) está atuando segundo um conflito de interesse, que dependendo de como se exerce essa atividade ou a mesma é remunerada, tais conflitos podem ser reduzidos ou potencializados.

Essas relações de agências podem ser encontradas no mundo corporativo entre os diversos agentes e principais: acionistas, gerentes, credores, clientes, governo, comunidade (entorno da empresa), auditores externos, empregados, fornecedores, todos estabelecendo relações uns com os outros, criando diversas relações de agência, que irão variar em assimetria de informação e autonomia para tomada de decisões. Desse modo, fica claro que a relação de agência só se torna negativa para o mundo corporativo quanto há um conflito de agência nessa relação.

Dennis e McConnell (2003) interpretam o trabalho de Jensen e Mackling (1976) como uma formalização de uma ideia já observada por Adam Smith no século XVIII em “A Riqueza das Nações”, segundo a qual se a propriedade e o controle das corporações não são plenamente coincidentes, passa a existir um potencial conflito de interesses entre os proprietários e os controladores. Há benefícios em se separar o controle e a propriedade; caso contrário tal estrutura se torna altamente inadequada para persistir ao longo do tempo. Os conflitos de interesses, entretanto combinados com a incapacidade de se escrever contratos perfeitos sem custos e monitorar os controladores (agentes), em última análise irá reduzir o valor da firma, mantidas as mesmas condições. Para os autores o modo como os empresários, acionistas e gestores irão minimizar a perda de valor que resulta dessa separação de propriedade e controle está na base do Governança Corporativa.

Para Lopes (2004), o conflito de agência surge quando os agentes ligados a empresa possuem interesses conflitantes, quando esses mesmos agentes colocam o interesse pessoal em primeiro lugar, prejudicando dessa forma a organização. O funcionamento adequado da empresa depende do equilíbrio contratual, já que a informação imperfeita não permite aos agentes conhecer adequadamente as ações dos outros agentes, ao mesmo tempo em que as regras precisam ser claras para evitar a informação incorreta.

Para Dalmácio e Nossa (2004), a Teoria da agência se apresenta a partir de uma relação de agência. Uma relação de agência simplificada existe a partir da relação entre dois indivíduos no qual uma das partes é contratada pela outra para cumprir certas tarefas e ser

remunerada por isso. O contratante é denominado principal ao passo que o contratado é denominado agente. Dependendo do contrato estabelecido entre as partes haverá diferentes metas e interesses entre essas duas partes em relação ao cumprimento de cada tarefa.

No mundo dos investidores essa relação de agência pode ser vista de modo simplificado na relação existente, por exemplo, entre o comprador de um imóvel e o corretor de imóveis, envolvendo até mesmo uma terceira parte, o dono do imóvel. O dono do imóvel possui 100% de informações a respeito do imóvel e recebe do dono do imóvel a incumbência de vender o imóvel nas condições mais vantajosas. Já o investidor possui pouca ou nenhuma informação a respeito dele. Dependendo do nível de assimetria de informações e da autonomia do corretor será possível ver o corretor e o comprador do imóvel agindo contra os interesses do dono do imóvel, ou então o investidor sendo comprado abaixo de suas expectativas em função da união de interesses entre o dono do imóvel e o corretor, que poderá ocultar informações importantes do investidor.

Conforme ressaltado por Dalmácio e Nossa (2004, p. 05):

Se o gestor de uma empresa tem uma remuneração fixa, ele tende a defender, em primeiro lugar, seus interesses pessoais. Por outro lado, se (ele) recebe incentivos, bonificações, participações nos lucros, ou qualquer outro tipo de benefício pelos resultados apresentados, tende a priorizar os objetivos dos acionistas, mas poderá, até mesmo, agir de forma fraudulenta para atingir seus próprios interesses.

O maior nível de assimetria de informação (diferentes conhecimentos das partes sobre um determinado assunto) irá aumentar o risco dessa relação se tornar um conflito de agência. Conforme colocado por Silveira (2004), os problemas de agência surgem quando os gestores tomam decisões com o objetivo de maximizar suas utilidades pessoais em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas, razão pela qual foram contratados.

Da relação de agência estabelecida entre os principais (acionistas, investidores) e os agentes (gestores, administradores), decisões são tomadas por esses últimos, pelas quais foram contratados. Os agentes nesse caso podem optar pela maximização da riqueza dos acionistas, ou no sentido conflituoso, tomam decisões que maximizam suas próprias utilidades pessoais. Para esse segundo tipo de decisão, temos os problemas de agência, indicados por Silveira (2004), a seguir:

- a) excesso de crescimento da empresa (não necessariamente a lucratividade);
- b) excesso também de diversificação (empresa sai do escopo principal);
- c) transferência de recursos (TUNNELING) entre as empresas do mesmo grupo: preços de transferência, resultado entre empresas e venda de ativos.

- d) roubo de lucros;
- e) resistência à liquidação ou fusão vantajosa;
- f) resistência à substituição;
- g) investimentos em projetos do gosto pessoal do gestor ou administrador;
- h) designação de familiares para postos gerenciais;
- i) gastos pessoais excessivos (salários, benefícios, etc.)

Conforme indicou Silveira (2004), existem mecanismos corporativos que visam minimizar esses problemas de agência. Esse conjunto de mecanismos de controle e incentivo, tanto internos quanto externos denomina-se Governança Corporativa. A Governança Corporativa visa harmonizar a relação entre os gestores e os acionistas, reduzindo os problemas de agência, numa tentativa de separar a propriedade (investidores) da gestão (administradores). Dentre os mecanismos internos, segundo Silveira (2004), temos: as ações do conselho de administração, a oferta de ações para gestores e conselheiros (mudança na estrutura de propriedade), bem como alterações no sistema de remuneração (incentivos). Já nos mecanismos externos temos: o mercado de trabalho competitivo, o mercado de aquisição hostil (para o caso das empresas com ações em bolsa), e os relatórios contábeis periódicos, que são avaliados tanto pelo mercado quanto pela auditoria.

Silveira (2004) considera que a estrutura de propriedade é a circunstância que mais influencia sobre os mecanismos de governança corporativa. Como solução a autor propõe que a Teoria sobre a Governança Corporativa precisa de um desenvolvimento maior, que ajude aos principais terem mecanismos mais seguros para combater os problemas de agência. Esse desenvolvimento passa pelo aprimoramento das práticas de governança corporativa que por sua vez dependem de ações tanto institucionais quanto governamentais. Dentre essas ações governamentais está o acesso facilitado ao capital para as empresas que possuam boas práticas corporativas, e restrições (ao capital externo) para aquelas que ainda mantenham práticas corporativas ruins.

Andrade e Rosseti (2006) apresentam a Teoria da Agência a partir dos interesses assimétricos entre acionistas e gestores que geram os conflitos de agência, pelos quais em função da separação entre propriedade e gestão é possível identificar de um lado os executivos contratados (gestores) que almejam status, altas remunerações, crescimento sob situações de risco, bem como a auto concessão de benefícios, e do outro lado os outorgantes desses executivos, e que são a massa dos acionistas cujo principal objetivo é o máximo retorno. Considerando que no mercado de capitais, os investidores buscam rentabilidade

(retorno), liquidez (prazo) e proteção (grau de risco), para minimizar os conflitos de agência decorrentes da busca desses três objetivos por parte dos investidores, Andrade e Rosseti (2006) indicam quatro princípios da Governança Corporativa que devem nortear os trabalhos dos gestores: *compliance* (conformidade), *accountability* (prestação de contas), *disclosure* (transparência) e *fairness* (senso de justiça).

Em Carvalho et al. (2007) os autores afirmam que a análise desses contratos assinados entre as partes surgem dois conceitos importante da Teoria da Agência: o custo do acesso à informação, denominado de “seleção adversa” e as diferentes possíveis ações dos agentes para uma determinada situação denominada de “risco moral”. A seleção adversa pode gerar uma escolha adversa, ao passo que o risco moral influencia no risco da situação depois de ocorrida a transação.

Louvet e Taramasco (2007) desenvolveram um artigo que apresenta um modelo descritivo para um contrato compensatório ótimo para o gestor. O modelo se baseia num balanceamento apropriado de poder entre o acionista, que detém o direito de receber dividendos e pode demitir o gestor, e o gestor que tem o direito de empreender (tomar decisões de risco) e o direito discricionário de fazer retiradas (dos incentivos). Nessa relação entre acionistas (capitalistas) e gestores (executivos), quatro outras formas de incentivos que podem estar presentes nos contratos: os custos de indenização, a taxa de distribuição do lucro, a taxa de retirada do dirigente e a participação percentual de capital do dirigente.

Pinto Júnior e Pires (2015) entendem que a Teoria da Agência é uma linha teórica oriunda de uma teoria mais ampla, a Teoria dos Contratos. A Teoria da Agência procura trabalhar basicamente sobre o relacionamento entre o principal e o agente. Dependendo do modo como esse relacionamento se dá, haverá problemas de conflito de agência oriundos da assimetria da Assimetria da Informação. Os autores consideram as assimetrias de informação como falhas do mercado, defendendo a existência da regulação para corrigi-las.

Para Pinto Júnior e Pires (2015), a presença de assimetria de informação em contratos estimula o aparecimento de comportamentos oportunistas por parte dos agentes que conseguem dispor de mais informações do que seus principais. A Assimetria Informacional gera basicamente dois tipos de problemas:

- i. Seleção Adversa: a assimetria informacional entre demandantes e ofertantes de produtos gera a seleção do produto de forma ineficiente. Exemplo: a indústria de seguros. Esse fenômeno também se aplica aos contratos.

- ii. Risco Moral: surge a partir de comportamentos oportunistas (escondidos) após o contrato ter sido elaborado. Novamente a indústria de seguros é um bom exemplo, quando os segurados tentam obter o seguro de forma fraudulenta.

### 2.1.1 A REVISÃO DE EISENHARDT

Segundo Eisenhardt (2015), os pesquisadores dos anos 60 e 70 identificaram o problema do compartilhamento de riscos que surge quando as partes que cooperam possuem diferentes atitudes em relação ao risco. Na Teoria da Agência, o compartilhamento de riscos é acrescido pelo problema de agência que ocorre quando os cooperantes possuem também objetivos diferentes e estão inseridos numa situação de divisão do trabalho.

Nesses relacionamentos entre agente e principal podem ocorrer dois problemas:

- i. O problema de agência: quando desejos e objetivos das duas partes são conflitantes, além o fato de ser caro para o principal verificar o que está sendo feito pelo agente.
- ii. O problema do compartilhamento de risco: quando principal e agente possuem atitudes diferentes em relação ao risco, preferindo desse modo ações diferentes.

Eisenhardt (2015) explica que a unidade de análise dessa relação entre agente e principal está no contrato que rege as duas partes. Logo, a Teoria da Agência procura determinar qual contrato seria o mais eficiente tendo em vista os seguintes pressupostos:

- a) Pessoas: racionalidade limitada, aversão ao risco, interesse próprio.
- b) Organizações: conflito de metas, eficiência, assimetria de informação.
- c) Informações: informação que pode ser comprada.

Nesse contrato surgem problemas relativos à agência (risco moral e seleção adversa) e ao compartilhamento de risco, sendo que o mesmo poderá ser orientado ou no sentido de resultados (comissões, direitos de propriedade, participações acionárias, governança, etc.), ou no sentido de comportamento (salário fixo, hierarquia, etc.).

Eisenhardt (2015), cujo trabalho original foi publicado em 1989 (*Agency Theory: An Assessment and Review*) na *Academy of Management Review* (e republicado recentemente (2015) em português na Revista de Governança Corporativa), objetivou responder quatro perguntas:

## I. O que é a Teoria da Agência?

Dependendo da metodologia abordada, os trabalhos de Teoria da Agência podem ser agrupados em duas grandes linhas: a principal-agente e a positivista (JENSEN, 1983). Porém, ambas partilham do contrato entre o principal e o agente como unidade comum, bem como de pressupostos sobre pessoas, organizações e informações. As diferenças ficam por conta da variável dependente, do estilo e do rigor matemático (a positivista é considerada menos matemática).

De acordo com Eisenhardt (2015), a Teoria da Agência Positiva se concentra quase exclusivamente nas relações entre principais e gestores das grandes empresas com ações nas bolsas de valores. Os pesquisadores dessa linha procuram identificar as situações de objetivos conflitantes para em seguida descrever os mecanismos de governança que podem limitar esse comportamento (de agir em benefício próprio) dos agentes. A autora identificou um pesquisador que argumenta que a Teoria da Agência enfatiza como os mercados de capitais podem afetar a empresa, enquanto diversos outros autores não fizeram a menor menção sobre isso. Desse modo, os pesquisadores dessa linha tem se concentrado em artigos sobre a estrutura de propriedade da corporação (JENSEN; MECKLING, 1976), o papel dos mercados de capitais (FAMA, 1980) e sobre o conselho de administração como sistema de informação (FAMÁ; JENSEN, 1983).

Da linha da Teoria da Agência Positiva, Eisenhardt (2015) extrai duas proposições principais:

- i. Proposição 01: quando o contrato (entre principal e agente) se baseia em resultados, o agente tende a se comportar conforme esperado pelo principal.
- ii. Proposição 02: quanto o principal tem meios de fiscalizar o comportamento do agente, esse último tenderá a se comportar conforme o esperado pelo principal.

A Teoria da Agência “Agente-Principal” vai além das relações de agência das empresas com ações na bolsa na medida em que ela tenta estabelecer uma teoria geral da agência que envolva outras relações e agência, tais como: comprador-fornecedor, empregador-empregado, advogado-cliente. A linha da Teoria da Agência Agente-Principal possui uma utilização matemática mais intensa e abstrata, possui um enfoque mais amplo com implicações teóricas mais genéricas, incluindo também muito mais implicações testáveis. A abordagem principal-agente é considerada como complementar, já que a linha positivista

indica as possíveis alternativas de contrato e a linha principal-agente procura indicar qual é a mais eficiente.

Desse modo, Eisenhardt (2015) indica que o foco da linha principal-agente está em determinar o contrato ótimo, partindo do pressuposto que o agente, por não poder diversificar mais facilmente o seu emprego são mais avessos ao risco que os principais, sendo que os diretores com essa capacidade são considerados neutros ao risco. O contrato baseado no comportamento é considerado mais eficiente quando o principal sabe o que o agente faz. Já o contrato baseado em resultado é mais eficiente quando o principal não sabe exatamente o que o agente faz. A falta de esforço do agente ao que foi acordado é considerada risco moral.

Já a seleção adversa surge quando o agente possui pouca capacidade ou competência com relação ao que foi contratado e o principal não tem condições de avaliar essas competências. Eisenhardt (2015) extrai dessa teoria mais oito proposições que podem ser bem resumidas no quadro a seguir:

#### QUADRO 02 – CORRELAÇÕES ENTRE CONTRATOS E COMPORTAMENTOS

	CORRELAÇÕES DE CONTRATOS COM COMPORTAMENTOS E ATIVIDADES		
PRESSUPOSTO	PROPOSIÇÃO	Contrato baseado em comportamento	Contrato baseado em resultados
Comportamento não observável	Sistemas de Informação para descobrir o comportamento do agente	POSITIVA	NEGATIVA
Contratação com base no comportamento do agente	Incerteza do Resultado em função do preço de transferência do risco para o agente	POSITIVA	NEGATIVA
É caro transferir o risco ao agente	Aversão ao Risco do Agente	POSITIVA	NEGATIVA
É atraente transferir o risco ao agente	Aversão ao Risco do Capital	NEGATIVA	POSITIVA
Flexibilização da hipótese do conflito de interesses	Conflito de interesses	NEGATIVA	POSITIVA
Grau de programação das tarefas dos agentes	Programabilidade das tarefas	POSITIVA	NEGATIVA
Facilidade em mensurar os resultados	Mensurabilidade do resultado	NEGATIVA	POSITIVA
Principal aprende sobre o agente com o tempo	Duração do relacionamento de agência	POSITIVA	NEGATIVA

Fonte: Adaptado de Eisenhardt (2015).

## II. No que a Teoria da Agência contribui para a Teoria Organizacional?

Aqui a autora encontrou um pesquisador que afirma que os exemplos da Teoria da Agência são universais, ao passo que outros pesquisadores argumentam que a teoria não aborda nenhum problema claro, com alguns considerando a teoria como excessivamente limitada por focar excessivamente no valor das ações. Os pesquisadores da linha de economia a consideram “revolucionária”, não sendo assim tão óbvio para os pesquisadores da linha organizacional.

Com relação à Teoria Organizacional, a Teoria da Agência reestabelece a importância do auto-interesse, dos incentivos decorrentes desses interesses próprios presentes na vida organizacional, bem como dos problemas oriundos de estrutura comum. Eisenhardt (2015) identifica duas grandes contribuições para o pensamento organizacional:

- i. Tratamento das informações: por ser considerada uma mercadoria, a informação pode ser comprada. Desse modo, as organizações podem investir em sistemas de informação com o objetivo de controlar o agente oportunista. Desses sistemas de informação para monitorar os comportamentos dos executivos está o conselho de administração.
- ii. Implicações de risco: a incerteza do resultado em conjunto com as diferentes disposições de aceitar risco influenciam os contratos entre o principal e o agente. No que se refere ao dilema entre comprar ou fazer (oriundo da ciência econômica), a Teoria da Agência assevera que gestores que são neutros ao risco tendem a escolher a opção “fazer” do que “comprar”, alternativa mais escolhida pelos gestores avessos ao risco.

## III. A Teoria da Agência é empiricamente válida?

A autora encontrou diversos pesquisadores que criticam a teoria por se sujeitar muito pouco aos testes empíricos dado que raramente a teoria se propõe a explicar acontecimentos reais.

Eisenhardt (2015) coletou resultados para as duas correntes da Teoria da Agência:

### a) Corrente Positivista

Nas pesquisas positivistas a abordagem mais frequente é a identificação da política ou comportamento em que haja divergência de interesses entre acionistas e gestores, para

então demonstrarem que sistemas de informação e incentivos baseados em resultados resolvem o problema de agência. A maioria desses estudos faz referência à separação entre gestão e propriedade em grandes empresas. Os resultados indicaram que não há suporte para a existência de problemas de agência entre acionistas e altos executivos quando os interesses são divergentes nos casos estudados: tentativas de aquisição, financiamento de dívida de capital, aquisições, alienações e mitigações para problemas de agência, sejam essas mitigações baseadas em contratos por resultados ou por meio de sistemas de informações. No geral, os estudos realizados suportam as proposições positivistas descritas anteriormente.

#### b) Corrente do Principal-Agente

As pesquisas dessa corrente se focam mais no contrato entre o agente e o principal, procurando indicar o contrato mais eficiente numa dada situação. Essas pesquisas partem de um subconjunto de variáveis, como por exemplo, a incerteza do resultado, a programação de tarefas e os sistemas de informação. Partem do pressuposto que os executivos (no papel de principais) e seus subordinados (no papel de agentes) irão escolher o contrato mais eficiente. Os resultados indicam que não há suporte para a hipótese agente-principal com relação aos sistemas de informação, à programação das tarefas e a incerteza dos resultados. As pesquisas estudadas pela autora usaram uma variedade de métodos, que podiam incluir entrevistas, fontes secundárias, questionários e experimentos de laboratório.

#### IV. Que temas e contextos são frutíferos para os pesquisadores organizacionais que usam a teoria da agência?

Em relação a Teoria das Organizações, a Teoria da Agência é consistente com a natureza do comportamento cooperativo e aos incentivos e contribuições da relação de trabalho. Nesse ponto, a autora concluiu que a Teoria da Agência é útil adição às teorias organizacionais, particularmente no que se refere ao risco, aos sistemas de informação e à incerteza dos resultados. Relata também que a teoria quando complementada por outras perspectivas teórica consegue produzir evidências que dão suporte à mesma. Quatro foram as perspectivas encontradas do uso da Teoria da Agência nas perspectivas organizacionais:

- a) Modelos políticos das organizações: as duas perspectivas partem dos pressupostos do auto-interesse, do conflito de metas e da assimetria da informação entre os participantes. Porém, enquanto que na Teoria da Agência os conflitos são resolvidos via alinhamento dos incentivos, na perspectiva política eles são resolvidos através de coligações, barganhas e negociações.

- b) Processamento de informação para a Teoria da Contingência: as duas perspectivas partem dos pressupostos da racionalidade limitada, distribuição assimétrica da informação na organização, bem como do processamento eficiente da informação para escolher a forma de organização. Porém, diferem quanto ao foco, na medida em que a Teoria da Agência se preocupa com a estruturação ideal das relações de controle, a Teoria da Contingência foca mais com a estrutura ideal para reportar relacionamentos e responsabilidades.
- c) Controle Organizacional: as duas perspectivas partem dos pressupostos que metas cristalizadas e o controle do comportamento levam ao controle de resultados. Porém, divergem quanto às implicações de riscos oriundas da aversão ao risco entre as partes, bem como a incerteza de resultados.
- d) Custos de Transação: as duas perspectivas partem dos pressupostos do auto-interesse, da racionalidade limitada, e também possuem variáveis semelhantes aonde os mercados correspondem aos contratos baseados em resultados, enquanto que as hierarquias correspondem aos contratos baseados em comportamento. Porém diferenciam-se no que se refere às diferentes interpretações econômicas. Enquanto que a Teoria dos Custos de Transação a preocupação são as fronteiras organizacionais, as especificidades de ativos e pequenos números de barganha, na Teoria da Agência a preocupação está em teorizar os contratos entre as partes cooperantes, sobre as atitudes de risco do agente e do principal, os sistemas de informação e a incerteza do resultado.

### 2.1.2 CONFLITOS DE INTERESSES NA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS

A princípio, numa relação de agência, o principal assume um papel ativo ao passo que o agente assume um papel passivo. Porém, o fiel cumprimento das tarefas confiadas ao agente pode ficar em risco quando o agente considera que os estímulos (remuneração) para cumprir tais tarefas não são o suficiente para satisfazer a sua função utilidade (conceito extraído das ciências econômicas). Como normalmente na indústria de fundos o volume de informações existentes nas operações estruturadas é enorme e de grande variedade de áreas do conhecimento humano, o principal normalmente não possui competência (capacitação e experiência) e tempo para processar tantas informações assim, de modo que acaba concedendo ao agente bastante autonomia na tarefa de gerenciamento dos interesses do principal. Quando o ambiente de assimetria de informação entre as partes for muito elevado, o

agente pode considerar que vale o risco explorar essa situação para atingir seus próprios interesses, mesmo que em conflito com os interesses do principal.

Na pesquisa realizada por Minardi, Rossi Jr. e Santos (2013) sobre os fundos *private equity*, os autores destacaram três importantes funções em termos de agentes:

- a) Funções do administrador:
  - realizar a distribuição de cotas
  - serviços de tesouraria
  - abertura e movimentação de contas bancárias
  - recebimento dos recursos de emissão e integralização das cotas
  - pagamentos na amortização ou liquidações dos fundos.
- b) Funções do gestor:
  - gerir a carteira do fundo
  - tomar decisões de investimento
  - tomar decisões de saídas dos investimentos
  - realizar o monitoramento da carteira
- c) Funções do depositário (caso da legislação da União Europeia):
  - assegurar que os fluxos de caixa sejam monitorados adequadamente
  - recebimento dos pagamentos dos investidores
  - verificação dos pagamentos dos investidores
  - registro dos pagamentos dos investidores

Na indústria de fundos de investimento, e particularmente nas operações de finanças estruturadas, das quais se destacam as securitizações de ativos, nessas operações existe um número muito maior de participantes, cujas características e papéis serão vistas mais sinteticamente no próximo parágrafo. No caso específico dos fundos de investimentos em direitos creditórios, temos: o emissor do fundo, os cedentes ou originadores dos direitos creditórios, os administradores, os gestores, os custodiantes, a agência de classificação de risco, a empresa de auditoria, a empresa de assessoria jurídica, os estruturadores da operação e/ou distribuidores, as empresas de cobrança, além do próprio investidor. Ou seja, um FIDC para ter menor grau de conflitos de interesses deve ter ao menos nove participantes de diferentes pessoas jurídicas sem que elas estejam também sob a mesma bandeira. Quando uma ou mais funções dessas for assumida pelo mesma entidade, já aumenta a possibilidade de haver conflito de interesses e assimetria de informações com outros participantes do fundo.

A Indústria de fundos de investimento brasileira tem na estruturação de seus fundos os seguintes serviços:

- a) Distribuição: esse serviço oferta cotas dos fundos de investimento aos potenciais investidores, sendo responsável também por fazer uma análise do investidor, examinando que riscos ele está disposto a correr, evitando também possíveis investidores envolvidos em crimes de lavagem de dinheiro. Além disso, esse serviço tem a responsabilidade de manter e guardar toda a documentação cadastral dos clientes, além de calcular, reter e recolher os tributos inerentes.
- b) Administração: refere-se ao conjunto de todas as atividades diretamente ou indiretamente relacionadas ao funcionamento e a manutenção do fundo. É considerado o representante legal do fundo.
- c) Gestão de ativos: é o responsável pela tomada de decisões de investimento. Tais decisões determinam a performance do fundo.
- d) Custódia: é a responsável pela liquidação física e financeira dos ativos do fundo, bem como sua guarda e monitoramento.
- e) Controladoria de ativos e passivos: realiza as atividades de controle dos ativos e passivos do fundo, incluindo a contabilidade e a precificação dos ativos.

Os participantes na estruturação, denominados “*players*” do mercado atuam basicamente em três estratégias:

- a) Mesmo conglomerado usando o mesmo CNPJ para os serviços de administração, gestão, custódia e controladoria.
- b) Mesmo conglomerado, porém usando CNPJ diferentes para os serviços de administração, gestão, custódia e controladoria.
- c) Especialistas: a instituição resolve se especializar ou em gestão de recursos, ou custódia dos ativos ou em administração/controladoria dos ativos.

De acordo com o ranking da ANBIMA (2012) temos as seguintes instituições financeiras que se destacam:

Administração: BB DTVM, Itaú-Unibanco, Bradesco, CEF e Santander.

Custódia de Ativos: Itaú-Unibanco, Bradesco, Banco do Brasil, Citibank e Santander.

Controle de Ativos: Itaú-Unibanco, Bradesco, Banco do Brasil, Santander e Citibank.

Controladoria de Passivo: Itaú-Unibanco, BNY Mellon, Bradesco, BTG Pactual e Citibank.

Os conflitos de interesse mais comuns em investimentos são:

- a) Recomendar produtos geridos ou emitidos pela própria instituição ou empresa do grupo: as corretoras de valores envolvidas na administração dos fundos oferecem aos seus investidores seus próprios fundos a partir de uma gestora de fundos que pertence ao mesmo grupo empresarial.
- b) Receber comissões dos produtos de terceiros ou por transações realizadas: ocorrem quando as corretoras recebem comissões de produtos que elas mesmas recomendam, nas quais os fundos de investimento e títulos de renda fixa fazem parte. Alguns fundos pagam comissões melhores que outros fundos. Isso chega a ocorrer até mesmo no caso do mercado de ações, quando os corretores procuram fazer várias operações para receber corretagens sucessivas, desconsiderando assim as estratégias de longo prazo.
- c) Remunerar profissionais por metas atreladas a vendas: nas corretoras os agentes autônomos ou os assessores internos também são comissionados, ou seja, recebem uma remuneração extra pela quantidade e volume dos produtos que vendem.

No caso dos fundos de investimento que cobram taxas de performance, essa se constitui numa remuneração adicional para o gestor caso a rentabilidade do investimento supere o benchmark (parâmetro de referência estipulado no regulamento do fundo). Porém, ao tentar ganhar essa taxa, muitos gestores acabam aumentando exageradamente o risco da carteira, o que vai contra o interesse do investidor.

No trabalho de Dalmácio e Nossa (2004), a teoria da agência foi aplicada para o caso em que o principal é representado pelo investidor e o agente é representado pelo administrador do fundo de investimentos. Os resultados do trabalho não confirmaram hipótese levantada na pesquisa pela qual quanto maior a taxa de administração atribuída aos administradores do fundo de investimento, maior seria o retorno para os investidores. Porém essa pesquisa foi feita com um fator muito limitante: os dados analisados referiam-se apenas a fevereiro de 2003.

No ano seguinte, esses mesmos pesquisadores se associaram com mais dois para fazer um novo teste da Teoria da Agência aplicada aos fundos de investimento. Dalmácio et al. (2005) realizaram uma pesquisa para investigar se existia uma relação entre a taxa de performance (cobrada ou não) e a performance em si dos fundos de investimento em ações. Comparou-se o rendimento, a volatilidade e a performance dos fundos que cobram essa taxa com os fundos que não cobram, isso dentro de um prazo de 32 meses. Esperava-se que a performance dos fundos que cobravam a taxa fosse superior aos fundos que não cobravam

essa taxa (questão do estímulo). Ao final da pesquisa, observou-se que a taxa de performance não influenciou nem a rentabilidade, nem a volatilidade e nem a performance dos fundos. Novamente a Teoria da Agência não foi corroborada por uma pesquisa, dessa vez feita num horizonte temporal maior.

Kayo e Famá (1997) já haviam avaliado anteriormente a situação no sentido inverso, quando a comunhão de interesses, a maximização do valor da empresa é o ponto mais relevante entre administradores, proprietários e acionistas. Nessa pesquisa se chegou á conclusão de que as empresas com boas oportunidades de crescimento apresentavam menor endividamento do que as empresas com poucas oportunidades de investimento.

No caso dos fundos de investimento, os diversos participantes poderão ser responsáveis pela atuação em consonância com princípios apresentados por Andrade e Rosseti (2006), total ou parcialmente: administradores (*compliance*), custodiantes (*accountability*), agências de classificação de risco (*disclosure*) e os auditores (*fairness*), permitindo aos gestores atuarem como arbitradores entre as diversas partes envolvidas. Porém, esse arbitramento dos conflitos a cargo dos gestores pode ser efetuado também pelas agências de classificação de risco se consideramos o conflito que pode existir entre os investidores (fornecedor dos recursos) e as cedentes (tomadores de empréstimos). O próprio conflito de minoritários e majoritários também pode se apresentar em um fundo de investimento em direitos creditórios se consideramos os dois tipos de investidores: os investidores do FIDC (majoritários) e os investidores dos fundos de investimento que fazem papel dos investidores institucionais (minoritários).

Um exemplo da relação entre investidores e gestores é encontrado no trabalho de Minardi, Rossi Jr. e Santos (2013). Nesse trabalho, os autores retratam como a indústria de *private equity* administra esses conflitos de interesses. Os investidores do fundo (cotistas) são denominados *limited partners* (LP) ao passo que os gestores são denominados *general partners* (GP). Nessa relação, o sucesso depende de uma gestão de longo prazo para identificar, estruturar, monitorar os investimentos e gerar boas saídas. Mais uma vez transparência nas decisões e governança são aspectos importantes dessa relação.

Minardi, Rossi Jr. e Santos (2013) pesquisaram 27 contratos de Fundos de Investimento em Participações (FIPs) brasileiros sob a ótica dos mecanismos de alinhamento, a governança e a transparência com base nas diretrizes e relatórios emitidos pela *Institucional Limited Partners Association* (ILPA), pela *Financial Services Authority* (FSA) e pela CVM, sendo que essas duas últimas instituições são órgãos regulatórios respectivamente do Reino

Unido e do Brasil, respectivamente, enquanto que a primeira é uma organização sem poder regulatório que opera no Canadá.

Como mecanismo de alinhamento, são sugeridos:

- a) Taxa de desempenho ou performance (*carried interests*): diferentemente da taxa de administração (*management fee*) que tem o propósito de pagar as despesas do fundo (salários, prospecção, auditoria, monitoramento, advogados) e que normalmente fica em torno de 2% do PL do fundo, a *carry* normalmente corresponde a 20% do lucro gerado acima do capital comprometido, porém só é paga aos gestores se houver sucesso. Nos fundos internacionais é comum que administrador e gestor sejam a mesma pessoa jurídica. Porém no Brasil a CVM permite que sejam pessoas jurídicas diferentes.
- b) Vida limitada do fundo: normalmente esse tipo de fundo tem 10 anos de duração. Porém, para continuarem operacionais precisam levantar novos fundos a cada dois ou três anos, o que irá exigir desses fundos um bom desempenho, pois só assim o mercado irá entender que esses fundos são competentes em selecionar e monitorar bons investimentos.
- c) Retornos do comprometimento do *equity* mantidos pelos GPs nos fundos: a ILPA recomenda a contribuição de uma parte do capital comprometido no fundo para cobrir riscos passivos profissionais dos GPs, mas que também pode ser feitos sob a forma de seguro. Normalmente essa quantia corresponde a 1% do capital a ser levantado.
- d) Cláusulas que previnam comportamentos oportunistas: as três medidas anteriores não eliminam em 100% os comportamentos oportunistas dos GPs e que por sua vez se originam pela grande assimetria de informações, oriunda do fato que os LPs são bem menos informados que os GPs. Essas cláusulas geralmente se referem aos administradores, aos gestores e de restrição de investimentos. As cláusulas encontradas na pesquisa de Minardi, Rossi Jr. e Santos (2013) são as seguintes:
  - limite no montante investido em uma única empresa;
  - limite para o uso de dívidas;
  - restrição de investimentos em fundos anteriores ou posteriores (evitar fundos de desempenhos ruins);
  - restrição de reinvestimentos dos fluxos de caixa geradores;
  - restrição de vendas de interesses de gestores na parceria (quando o gestor tenta diminuir sua exposição);

- limite a *fundraising*: quando os gestores só podem levantar novos fundos após o atingimento de determinado percentual investido do fundo anterior;
- restrições de outras atividades para os gestores;
- limite de adição de novos membros na equipe (quando o gestor tenta diminuir suas responsabilidades);
- limitação de percentual alocado a determinadas classes de ativos.

Como Governança nos fundos, são sugeridas a atuação dos seguintes colegiados ou assembleias:

- a) *Advisory Board* (Conselho Consultivo): realizam o monitoramento nos fundos internacionais;
- b) Assembleia de cotistas: normalmente monitoram os fundos brasileiros;
- c) Comitê de Investimento: alternativa de monitoramento para os fundos brasileiros.

Como Transparência nos fundos, são sugeridos ou exigidos:

- a) Periodicidade anual ou menor para a divulgação de informações;
- b) Divulgações sobre as demonstrações financeiras dos fundos, composição da carteira e avaliação;
- c) Discriminação da remuneração dos gestores;
- d) Preocupação com os riscos gerenciais.

Além dessas sugestões, a pesquisa de Minardi, Rossi Jr. e Santos (2013) indicam os seguintes conflitos de interesses que mais têm possibilidade de acontecer segundo a FSA e também segundo os autores da pesquisa:

- a) Alocação de investimentos: quando há falta de uma política clara de investimentos.
- b) Termos preferenciais: criam instrumentos de co-investimento que permitem o *cherry picking*, quando há comprometimento acima ou abaixo do desejável com algumas transações com o intuito de aumentar ou diminuir o peso de certas companhias no portfólio.
- c) Incentivos financeiros: quando administradores/gestores recebem incentivos financeiros para estruturar operações não vantajosas para os fundos, ou então não informem tais operações aos investidores. Isso normalmente ocorre quando a entidade administradora/gestora está no conselho de administração de alguma companhia que esteja no portfólio do fundo.

- d) Tamanho do fundo: quando os administradores/gestores aumentam o tamanho do fundo para aumentar a receitas das taxas de administração ou manter sua posição no mercado.
- e) Quando é declarada a necessidade de chamada inicial de capital durante a integralização do fundo: nos fundos brasileiros essa chamada é percentualmente menor do que nos fundos internacionais.
- f) Administradores /gestores com características de multiestratégia: quando uma mesma empresa pode estar presente em mais de um tipo de fundo de investimento, podendo levar os investidores a manter essas empresas quando elas estão em dificuldades por causa do interesse dos outros fundos administrados pela instituição.
- g) Quando o financiamento de uma empresa que está na composição da carteira do fundo é dado por outro fundo operado pelo mesmo gestor/administrador: o administrador/gestor tenta usar o novo fundo para melhorar a situação do fundo anterior.
- h) Quando da cobrança de algumas taxas cobradas pelos GPs: *placement agents* (contratação de serviços de terceiros para os GPs), *abort fees* (transações não concretizadas), taxa de transação, taxa de monitoramento, taxa de *advisory* e taxa de saída.

Considerando o fundo de investimentos como uma empresa (cada fundo possui CNPJ próprio), a maximização do valor da empresa passa a ser objetivo comum entre as decisões de investimento (administradores), as decisões dos financiadores (investidores) e a política dos dividendos (gestores). Os riscos do endividamento da empresa estão representados pelos riscos dos direitos creditórios (cedidos pelos originadores) e que são avaliados pelas agências de classificação de risco. Logo, os FIDCs com menores oportunidades de investimento devem apresentar maior risco do que os FIDCs com maiores oportunidades de investimento.

Em seu trabalho sobre administração de fundos de ações no Brasil, Sanematsu (2013) indica a existência de problema de agente e principal na gestão profissional de carteiras. O autor indica a possibilidade do gestor do fundo adotar uma estratégia que otimize própria riqueza, mas não necessariamente a maximização da riqueza dos investidores do fundo. O gesto com esses objetivos usa basicamente duas estratégias: de um lado, ele tenta maximizar a taxa de performance que o fundo cobra de seus investidores. Ou então ele pode manipular as cotações de alguns ativos de sua carteira com o objetivo de atrair novos fluxos de capitais.

Essas duas estratégias acabam por trazer prejuízos aos investidores que já que a taxa de performance quando administrada em favor dos gestores representa uma transferência de riqueza entre os dois lados do contrato. Além disso, a manipulação dos ativos também gera custos que são arcados pelos investidores. Outro aspecto da manipulação pode ser observado pela inclusão de ativos manipuláveis na carteira em detrimento dos ativos que possuem uma relação risco/retorno mais interessante para os investidores.

Sanematsu (2013) observou que embora os fundos de ações não estejam imunes aos problemas de agências, eles são grandemente minimizados quando os investidores conseguem monitorar mais atentamente as ações dos gestores dos fundos. Nisso, os investidores qualificados (e também os profissionais, como mais recentemente a CVM definiu em sua legislação) possuem melhor condição de acompanhamento do que os outros tipos de investidores. No caso específico dos fundos de ação, o autor não encontrou evidências significativa que a taxa de performance influenciasse tanto assim nos desvios de conduta por parte dos gestores. O autor observou que os fundos de ações exclusivos de investidores qualificados apresentaram melhores performances. Já nos fundos de ações voltados ao público em geral, Sanematsu (2013) observou uma prática maior dos gestores de fundos para o público em geral de tentar inflacionar o valor da cota do fundo no encerramento do semestre. O autor recomenda uma regra mais restritiva da para a incidência dessas taxas para os fundos voltados ao público em geral, uma vez que diminuiria a oportunidade dos gestores obterem retornos maiores por meio de inflação das cotas.

### 2.1.3 CONFLITOS DE INTERESSES NAS INSTRUÇÕES DA CVM

A CVM tem emitido diversas instruções (ICVMs) nas últimas duas décadas que procuram evitar os conflitos de interesses nas administrações de fundos de investimento de um modo geral, na qual os FIDCs também estão inseridos. Inicialmente será visto duas instruções relativas ao início da criação dos FIDCs (ICVM 306/99 e ICVM 409/04), aonde são colocadas as primeiras diretrizes da CVM com relação às funções dos diversos participantes da indústria de fundos (e aí estão inclusos também os FIDCs) numa tentativa inicial de evitar conflitos de interesse. Em seguida, após dez anos de atividades e observações, a CVM emite novas instruções (ICVM 554/14, ICVM 555/14 e ICVM 558/15) com o intuito de reduzir ainda mais os problemas ligados aos conflitos de agência e de assimetria de informação que puderam ser verificados nesses dez anos.

### 2.1.3.1 Instrução CVM 306/99

Essa instrução foi elaborada pela CVM quando os FIDCs ainda não estavam regulamentados. Porém, por dispor sobre a administração de carteira de valores mobiliários, essa instrução teve aplicação imediata sobre os FIDCs assim que eles foram regulamentados.

A atividade de administração de carteiras imobiliárias só poderia ser exercida por pessoa física e jurídica registrada na CVM. Essa atividade consistia na gestão de recursos ou valores mobiliários que eram entregues a um administrador, que teria o poder de comprar e vender títulos por conta do investidor. Até então, o termo gestão tinha um entendimento mais amplo englobando tanto as decisões de investimento na alocação de recursos quanto nas atividades formais e burocráticas conexas à gestão.

Essa instrução CVM destacava os seguintes pontos:

- a) Proibia o diretor responsável pela administração da carteira de terceiros tivesse qualquer outra atividade no mercado de capitais;
- b) Vedava com algumas exceções que o administrador atuasse como contraparte em negócios que envolvessem as carteiras que o mesmo administrasse;
- c) Exigia que para as pessoas jurídicas na condição de administrador tivesse uma segregação total da atividade de administração com relação às demais atividades exercidas pela instituição;
- d) E tornava obrigatório que o administrador incluísse no contrato com o investidor, as informações relativas aos potenciais conflitos de interesse resultantes das outras atividades desenvolvidas pelo administrador.

Nessa instrução existem diversos artigos que tentam evitar o conflito de interesses, das quais é possível destacar as seguintes orientações e proibições:

- a) O diretor responsável pela administração de carteiras não pode ser responsável por nenhuma outra atividade.
- b) O diretor de controles internos não pode atuar na administração da carteira ou na consultoria de valores mobiliários.
- c) O administrador de carteira diante de uma situação de conflito de interesses deve informar ao cliente quais são as fontes desse conflito antes de efetuar uma operação.
- d) O profissional de gestão não pode atuar na administração ou na área comercial do fundo.

- e) A administração de carteiras deve ser segmentada das demais atividades exercidas pelo fundo.
- f) As atividades de custódia e controladoria devem estar totalmente segregadas da gestão do fundo.
- g) O administrador da carteira na condição de pessoa jurídica pode atuar na distribuição do qual é gestor, porém deve indicar um diretor responsável exclusivo para essa atividade.

Para os casos de administradores que na condição de pessoas físicas também possuam outras atividades no mercado de capitais, como corretagem, análise de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, existem duas possibilidades de conflitos de interesse que a autarquia tenta evitar:

- a) Por meio da ICVM 497/11 que dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento, a CVM declarou pela incompatibilidade dessas duas atividades: a de agente autônomo e a de administrador. Essa proibição se baseia no fato de que enquanto que o agente autônomo (corretagem) baseia seu ganho diretamente na negociação, sendo remunerado por um intermediário, a remuneração de um administrador se dá com base na performance da carteira.
- b) com relação a incompatibilidade das funções de administrador com relação ao analista ou ao consultor de valores mobiliários, o conflito de interesse se baseia na questão do sigilo das informações que é devido pelo administrador, ao passo que a atividade de analista ou consultor encerra justamente a recomendação de investimentos, cujas recomendações poderiam redundar em vantagem indevida.

Apesar dessas incompatibilidades, a CVM permite que os profissionais envolvidos mantenham seus respectivos registros referentes às suas diversas atividades junto a CVM, já que o cancelamento de outros registros traria um grande ônus para esses profissionais de mercado. A CVM não proíbe o profissional de sócio de uma corretora, banco comercial, banco de investimento ou outra instituição que opere no mercado, desde não esteja exercendo atividade da instituição do qual seja sócio.

Dois fatores têm fortalecido a posição relativa à segregação de funções para o caso das pessoas jurídicas:

- i. a especialização das atividades (carteiras de renda fixa, renda variável, recebíveis, etc.);

- ii. a possibilidade de conflito de interesses para o caso do administrador possuir diversos perfis de clientes com diferentes relevâncias financeiras (*varejo, private banking, etc*), privilegiando uns em detrimento de outros.

Numa atitude preventiva, as instituições que operam no mercado financeiro optaram por duas alternativas para evitar futuros questionamentos:

- i. a constituição de mais de uma pessoa jurídica, porém sob a mesma bandeira;
- ii. a indicação de mais de um diretor para a administração das carteiras para os casos de haverem diversas carteiras a serem administradas pela pessoa jurídica, algo que o Artigo 7º da ICVM autoriza mediante exame pela autarquia dos nomes indicados. Com isso, é possível a responsabilização pessoal do exercício da atividade, bem como a segregação de atividades e informações.

#### 2.1.3.2 Instrução CVM 409/04

A ICVM 409 dispõe especificamente sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. Essa instrução criou o termo de adesão que descreva os riscos envolvidos, a política de investimentos e a possibilidade de ocorrência da PL negativo. Praticamente todas as informações do fundo precisam constar do regulamento. Em termos de material de divulgação, essa instrução obriga o administrador a divulgar uma “lâmina” de informações essenciais e que precisa ser elaborado conforme o modelo padronizado pela CVM. A lâmina é direcionada aos investidores não qualificados. O mesmo se dá para o caso dos prospectos do fundo. A ICVM 409 criou a seguinte classificação para os fundos de investimento: curto prazo, renda fixa, ações, multimercado, cambial e dívida externa.

Além disso, essa instrução permitia o “rebate”, ou seja, a prática que o mercado tinha de remunerar os gestores que investissem em cotas de outros fundos. Esse rebate normalmente se constituía num pequeno percentual da taxa de administração do fundo. Além do rebate, a ICVM 409 permitia a cobrança de uma taxa de performance mediante a definição de regras específicas para cobrança. Essa instrução não permitia a realização de assembleias gerais sob a forma eletrônica. Essa mesma assembleia possui o dever de aprovar as demonstrações contábeis do fundo.

Finalmente, a ICVM 409 estabelecia a definição de investidor qualificado:

- a) Instituições financeiras
- b) Seguradoras e sociedades de capitalização
- c) Entidades de previdência complementar (abertas ou fechadas)
- d) Pessoas físicas ou jurídicas com investimentos superiores a R\$ 300 mil, bem como um termo próprio que ateste a sua condição de investidor qualificado
- e) Fundos de investimento exclusivo de investidores qualificados
- f) Regime Próprio de Previdência Social (RPPS)
- g) Administradores de carteira e consultores de valores mobiliários

### *2.1.3.3 Instrução CVM 554/14*

Um dos objetivos da ICVM 554/14 foi conferir maior grau de segurança para os investidores menos experientes, evitando que fiquem expostos a produtos muito sofisticados do mercado financeiro ou a baixa disponibilidade de informações. Essa instrução cria uma nova categoria de investidores, para os quais se destinam os produtos mais sofisticados do mercado e que exigem um volume maior de informações para monitoramento por parte dos investidores. Essa instrução visa, portanto, diminuir a assimetria de informações, uma questão já discutida na Teoria da Agência.

Essa instrução inclui, revoga e altera dispositivos de diversas instruções CVM, como se pode ver no quadro a seguir:

**QUADRO 03 – ALTERAÇÕES DA INSTRUÇÃO CVM 554/14**

ICVM	Assunto	Inclusão/ revogação/ alteração
ICVM 209/94	Constituição, funcionamento e administração de fundos de investimentos em Empresas Emergentes.	Alteração no Art. 5º: somente para investidores qualificados.
ICVM 278/98	Constituição, funcionamento e administração dos Fundos Mútuos em investimentos em Empresas Emergentes – Capital Estrangeiro.	Revogação no 3º. parágrafo do Art. 30: emissão de cotas em valor igual ou superior a R\$ 10 mil.
ICVM 332/00	Emissão e negociação de BDRs.	Inclusão no Art. 3º: aquisição exclusiva por investidores qualificados, e empregados de empresa patrocinadora ou integrante do mesmo grupo econômico.
ICVM	Assunto	Inclusão/ revogação/ alteração
ICVM 356/01	Regulamenta a constituição e o funcionamento dos FIDC e FICFIDC.	Alterações nos artigos 2º, 3º e 40-A: investidor qualificado e investidor profissional, negociação no mercado secundário por investidor qualificado, classificação de cada classe ou série de cotas por agência de classificação de risco em operação no Brasil.
ICVM 391/03	Constituição, funcionamento e administração dos Fundos de Investimento em Participações.	Alteração no Art. 5º: investimentos somente para investidores qualificados.
ICVM 399/03	Regulamenta a constituição e o funcionamento dos FIDC-PIPS.	Alteração no Art. 3º: aplicações e negociação no mercado secundário somente para investidores qualificados
ICVM 414/04	Registro de companhias securitizadoras de créditos imobiliários e distribuição de CRIs.	Alterações dos Artigos 5º, 5º-A, 6º, 7º, 8º e 16º: oferta pública para não mais que 50 investidores profissionais; disposições para créditos imobiliários e originadores de imóveis sem “habite-se”; CRIs lastreados em créditos para investidores não qualificados originados de imóveis com “habite-se”; ofertas exclusivas para investidores qualificados de imóveis com “habite-se”; rating de agência de classificação de risco para distribuição de CRI para investidores não qualificados; atualização dos relatórios de classificação e risco a cada três meses; registro provisório para distribuição pública de CRIs para investidores qualificados; prazo de 18 meses para aquisição de CRIs ofertados para investidores qualificados ou profissionais por parte de investidores não

Continua

		qualificados.
ICVM 444/06	Funcionamento dos FIDC-NP (não padronizados).	Alteração no Art. 4º; aplicações e negociações no mercado secundário somente para investidores profissionais.
ICVM 461/07	Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários (bolsas e balcão organizado).	Alteração do Art. 67: negociações restritas aos investidores qualificados.
ICVM 472/08	Constituição, administração, funcionamento, oferta de distribuição e divulgação de informações de Fundos de Investimento Imobiliário (FII).	Alterações nos Art. 53º e 54º: constituição de FIIs exclusivos para investidores qualificados, bem como a verificação desses requisitos tanto na subscrição quanto na negociação em mercado secundário.
ICVM 476/09	Ofertas públicas e negociação de valores mobiliários com esforços restritos	Alteração nos Artigos 2º, 3º, e 15: ofertas públicas com esforços restritos somente para investidores profissionais.
ICVM 539/13	Dever de verificar a adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente.	Inclusão dos Artigos 9º-A, 9º-B e 9º-C: definição de investidores profissionais e/ou qualificados

Fonte: elaboração do autor

Além dessas alterações, havia:

- a) Uma alteração sobre a ICVM 155/91 (notas promissórias) e que posteriormente foi revogada pela ICVM 566/15;
- b) E uma alteração sobre a ICVM 429/06 (registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários) e que também foi revogada pela ICVM 566/15.

Sobre essas alterações instituídas pela ICVM 554/14, é importante ressaltar as diferenças existentes entre investidores qualificados e profissionais, apresentados no quadro a seguir:

#### **QUADRO 04 – INVESTIDORES PROFISSIONAIS E INVESTIDORES QUALIFICADOS**

INVESTIDORES PROFISSIONAIS	INVESTIDORES QUALIFICADOS
Instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.	Investidores profissionais
Companhias seguradoras e sociedades de capitalização	Pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros superiores a R\$ 1 milhão, com atestado por escrito da condição de investidor profissional.
Entidades abertas e fechadas de previdência complementar.	Pessoas naturais aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisito para o registro de administradores de carteira, agentes autônomos de investimento, analistas e consultores de valores mobiliários.
Pessoas físicas ou jurídicas com investimentos	Clubes de investimento geridos por um ou mais

Continua

financeiros superiores a R\$ 10 milhões, com atestado por escrito da condição de investidor profissional.	cotistas que sejam investidores qualificados.
Fundos de Investimento	
Clubes de investimento com carteira gerida por profissional autorizado pela CVM.	
Agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM usando seus próprios recursos.	
Investidores não residentes	
RPPS (Regimes Próprios de Previdência Social) da União, Estados, DF e Municípios.	
Pode ser Investidor Profissional conforme regulamentação específica do Ministério da Previdência Social.	Pode ser Investidor Qualificado conforme regulamentação específica do Ministério da Previdência Social.

Fonte: elaborado pelo autor

Ou seja, nem todos os investidores profissionais são investidores qualificados, mas nem todos os investidores qualificados são investidores profissionais. Os fundos para Investidores superqualificados (mínimo de R\$ 1.000.000,00 por investidor) deixaram de existir.

#### 2.1.3.4 Instrução CVM 555/14

Já a ICVM 555/14 em conjunto com a ICVM 554/14 acaba por promover novas regras para a constituição, administração, funcionamento e divulgação dos fundos de investimento. É uma instrução mais robusta que trata em 15 capítulos as questões relativas a definições, característica, constituição, comunicação, cotas, documentos e informações do fundo, divulgação de informações e resultados, assembleia geral, administração, carteira, fundos restritos, encargos do fundo, incorporação, fusão, cisão, transformação, liquidação e encerramento do fundo.

A principal medida apresentada nessa instrução para evitar conflito de interesse está na extinção da taxa de rebate na distribuição de cotas de fundo de investimentos em determinados cenários, tornando mais transparente a forma de remuneração do distribuidor do fundo. Ainda para evitar o conflito de interesse, essa instrução procurou estabelecer regras para que os investidores possam adquirir fundos ou outros veículos de investimento no exterior, e principalmente verificar se o custodiante ou distribuidor estrangeiro utilizem estruturas, processos e controles internos que proporcionem adequado desempenho nas atividades de escrituração e custódia, a execução de atividades sem conflito de interesses, bem como garantam a veracidade e legitimidade da titularidade e do registro dos ativos. Serão

vistas a seguir os principais aspectos dessa instrução que visam diminuir a assimetria e informações, bem como os conflitos de interesse.

- a) Assembleias gerais: antes não podiam ser feitas de forma eletrônica, passaram a ser permitidas pela nova instrução desde que haja um sistema informatizado com especificações técnicas. Se optar pela tradicional convocação mediante publicação de edital em veículos de comunicação de grande circulação. Essas convocações precisam estar disponíveis também nas páginas do administrador e do distribuidor. Foram criadas também regras de resgate compulsório, mas que não podem cobrar taxa de saída.
- b) Classificação dos fundos: também houve alterações e uma nova classificação foi criada. Comparando-se essa nova classificação com a anteriormente vigente pela ICVM 409/04 com pode ser visto a no quadro a seguir:

#### QUADRO 05 – CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

ICVM 409/2004	ICVM 555/2014
Curto Prazo	
Referenciado	
Renda Fixa	Renda Fixa, com os seguintes sufixos: - Curto Prazo - Referenciado - Simples - Longo Prazo - Crédito Privado - Dívida Externa
Ações	Ações, com os seguintes sufixos: - BDR Nível I - Mercado de Acesso - Investimento no Exterior.
Multimercado	Multimercado, com os seguintes sufixos: - Longo Prazo - Crédito Privado - Dívida Externa
Cambial	Cambial
Dívida Externa	

Fonte: elaborado pelo autor

- c) Formulário de Informações Complementares: mais detalhadas, essas informações podem ser inseridas num novo documento que recebe esse mesmo nome. Esse formulário é de natureza virtual, sendo obrigatório a todos os fundos. Deve estar disponível no site do administrador e do distribuidor. Anteriormente todas as informações do fundo que precisavam constar do Regulamento. Com a nova instrução, algumas foram transferidas para o Formulário de Informações Complementares:

- descrição da política de administração do fundo;
  - descrição da tributação aplicável ao fundo;
  - descrição da política sobre direito de voto sobre os ativos do fundo.
- d) Fundo Simples: nova modalidade de fundo foi criada com alternativa à caderneta de poupança. Esse novo tipo de fundo possui as seguintes características:
- investimento de 95% do PL em títulos públicos federais, ou de renda fixa de instituições financeiras (emissão ou coobrigação), e mesmo operações compromissadas lastreadas nesses títulos;
  - não podem cobrar taxas de performance;
  - não podem fazer investimentos no exterior;
  - não podem concentrar os investimentos em crédito privado;
  - não podem realizar qualquer mudança de classe de fundo, ou mesmo transformações;
  - dispensa do Termo de adesão;
  - dispensa do Termo de ciência de risco; e
  - gestor deve adotar estratégias que protejam os cotistas da volatilidade ou das perdas
- e) Gestão compartilhada: já era permitida na instrução anterior mediante ofício-circular, passou a formalizar a contratação de mais de um gestor para cada fundo, atribuindo responsabilidade solidária aos gestores pelos atos praticados pelos administradores.
- f) Lâmina das informações essenciais, além do administrador, o distribuidor também precisa divulgar a mesma. Informações de divulgação fora do modelo da CVM não poderão ser nomeadas como “lâmina”.
- g) Pagamento de rebate aos administradores e gestores: anteriormente era permitido, passou a ser expressamente vedado, incluindo-se também os consultores ou qualquer parte relacionada que configure possível conflito de interesse. Essa proibição não se aplica par aos casos de fundos de investimentos em cotas que invistam 95% do seu patrimônio num único fundo, além dos fundos exclusivamente destinados a investidores profissionais, mas nesse último caso deverá ocorrer a assinatura de termo próprio de ciência.
- h) Prospecto: deixou de existir para evitar duplicação de informações e de custo. Todas as informações que existiam nos prospectos passaram a constar tanto da Lâmina de informações essenciais quanto do Formulário de informações complementares.
- i) Taxa de custódia: passou a ser obrigatório constar no regulamento.

- j) Taxa de performance: anteriormente não havia a definição da metodologia de cálculo. Com a nova instrução foram definidos três métodos para o cálculo dessa taxa, além de uma quarta possibilidade:
- Método do ativo, baseado no resultado do fundo;
  - Método do passivo, baseado no resultado de cada aplicação efetuada;
  - Método do ajuste, que envolve uma combinação do método do ativo com o método do passivo; e
  - Liberdade total para o cálculo da taxa de performance no caso dos fundos exclusivos a investidores profissionais.
- k) Termo de adesão: já existia pela ICVM 409/04, porém foi limitado a 5.000 caracteres.
- l) Termo de ciência de risco: era obrigatório para os fundos de crédito privado deixou de existir.

#### *2.1.3.5 Instrução CVM 558/15*

Essa instrução, embora tenha sido editada em 26 de março de 2015, entrou em vigor a partir de 04 de janeiro de 2016. É uma instrução que substitui e revoga a ICVM 306/99, introduzindo mudanças significativas na regulamentação da atividade de administração de carteiras, visando coibir conflitos de interesses. Para isso foram reconhecidas duas especialização para os administradores de carteiras: os administradores fiduciários e os gestores de recursos de modo que as duas atividades não sejam exercidas pelo mesmo profissional. Fica assim garantida a separação dessas duas importantes funções: quem decide a alocação de recursos (gestor) não é o mesmo que custodia e controla os ativos e passivos do fundo.

Além disso, essa instrução procura diminuir a possibilidade de ocorrer conflitos de interesses através de um detalhamento maior das regras de conduta dos administradores, bem como reforça a separação física das funções, especialmente no que se refere à gestão de riscos. Nesse código de conduta está incluso também o fornecimento de informações sobre outras atividades na qual o administrador exerça no mercado e potenciais conflitos de interesses existentes entre tais atividades e a administração da carteira. Finalmente, no que se refere a diminuição da assimetria de informações, essa instrução estabelece a necessidade de divulgação de diversas informações referentes ao fundo na internet.

Essa instrução tem como principais alterações, os seguintes itens:

a) Novas categorias de administradores de carteiras

Os administradores de carteira passaram a ser classificados em gestores de recursos e administradores fiduciários. Os primeiros são as entidades que gerenciam os recursos financeiros propriamente ditos, podendo também prestar o serviço de consultoria de valores mobiliários. Os segundos são entidades que exercem as funções relativas ao funcionamento e a manutenção das carteiras de valores mobiliários.

b) Registro

Para as pessoas físicas exige-se a aprovação em exame de certificação. Para as pessoas jurídicas exige-se a nomeação de um diretor de *compliance* no caso da administração fiduciária e de um diretor de gestão de risco para o caso dos gestores de recursos. Além disso, a instituição deve dispor de recursos humanos e tecnológicos adequados, e o atendimento pelas pessoas físicas que sejam sócios, controladores diretos ou indiretos de determinados requisitos exigidos das pessoas físicas.

No caso das entidades do mesmo grupo econômico, os diretores responsáveis pela gestão das carteiras, implementação e cumprimento das regras, gestão do risco controles internos e demais exigências da ICVM 558/15 podem exercer essas mesmas funções em sociedades controladoras, controladas, coligadas ou sob controle comum.

c) Distribuição das cotas

Para realizar a distribuição das cotas, as entidades precisam ter um cadastro de clientes, de conduta, pagamento e recebimento de valores que são aplicáveis às operações de intermediação, devendo também verificar a adequação dos produtos, serviços e operações adequadas ao perfil do cliente. As entidades também devem cumprir as regras referentes a identificação, cadastro, registro, operações, comunicação, limites e responsabilidades administrativas referentes aos crimes de ocultação ou lavagem de bens, valores e direitos. Devem também estabelecer um intenso fluxo de troca de informações com o distribuidor, bem como pela indicação de um diretor para a atividade de distribuição de cotas de fundos de investimento. Para os agentes autônomos, a contratação dos mesmos para distribuir cotas fica restrita às instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

d) Divulgação das informações

O administrador de carteiras, pessoa jurídica, deve manter em sua página na internet as seguintes informações:

- Formulário de Referência
- Código de Ética
- Procedimentos dos Controles Internos
- Política de Gestão de Risco
- Política de Compra e Venda de valores mobiliários
- Manual de precificação
- Política de rateio e divisão de ordens entre as carteiras

O gestor de recursos não precisa apresentar o manual de precificação, ao passo que o administrador fiduciário não precisa a apresentar a política de gestão de risco e a política de rateio.

e) Conduta, procedimento, controles internos e gestão de risco

As regras de conduta devem conter os seguintes princípios:

- Boa-fé, diligência, lealdade e transparência em relação aos clientes;
- Ação proativa em caso de situação de conflito de interesse, informando ao cliente o conflito e sua fonte antes de realizar a operação;
- Informar à CVM sobre indícios de violação à legislação
- Estabelecer uma política de compra e vendas de valores mobiliários para administradores, empregados, colaboradores e sócios.

Já a gestão de riscos deve se pautar pelos seguintes aspectos:

- Procedimentos para identificar e acompanhar as exposições das carteiras aos riscos;
- Métodos de precificação de ativos;
- Descrição dos profissionais envolvidos
- Estabelecimento de periodicidade para revisão da política de riscos.

A segregação de atividade também foi bastante reforçada pela ICVM 558/15, nas quais é possível destacar três aspectos vistos a seguir:

- i. Segregação absoluta das atividades de gestão de recursos com relação às atividades de custódia e controladoria dos ativos e passivos;
- ii. Manuais escritos que detalhem a segregação das atividades, bem como as regras de confidencialidade;
- iii. Segregação física das instalações entre as diferentes áreas responsáveis pelas diferentes atividades prestadas.

Além das regulamentações elaboradas pelas autoridades reguladoras (CVM no Brasil, SEC nos Estados Unidos, FSA no Reino Unido, etc.), o próprio mercado tem adotado novas práticas para combater mais intensamente os conflitos de interesse, particularmente depois que a crise da década passada arrasou a reputação de algumas das principais instituições financeiras americanas. No que se refere à consultoria, por exemplo, as grandes instituições financeiras ganham mais dinheiro com a venda de seus próprios fundos do que com um aconselhamento imparcial. Já os gestores pequenos não possuem produtos financeiros próprios, evitando assim o conflito de interesses inerente à atividade de consultoria.

Segundo o especialista financeiro John Rolander da consultoria Booz & Company em Nova York (MANO, 2013): “As firmas independentes são o maior fenômeno de gestão de recursos nos Estados Unidos e se beneficiam do êxodo dos investidores insatisfeitos com as grandes do ramo”.

Ainda segundo Mano (2013), quatro grandes instituições financeiras americanas (UBS, Wells Fargo, Morgan Stanley e Bank of America) possuíam 48% do mercado de gestão de recursos em 2007. Esse número caiu para 41% em 2011, atingindo 34% em 2014. Esse espaço foi preenchido pelas pequenas consultorias financeiras e gestoras de recursos.

Outros fatores ajudam a limitar os impactos negativos dos conflitos de interesses, dentre os quais é possível destacar mais dois:

- a) A necessidade de construção de uma reputação: interpretações de qualidade fidelizam os clientes. Analistas com grande histórico de acerto de previsões acabam sempre atraindo muitos investidores para a instituição, sendo isso fundamental para a construção da reputação de um banco ou corretora.
- b) A pressão dos competidores também exerce uma grande influência na medida em que se uma instituição usa seu poder de mercado para indicar operações pouco rentáveis, os concorrentes certamente irão atrás desses clientes mal atendidos.

## 2.2 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

Além dos estudos empíricos sobre FIDC citados no capítulo 1, existem outras informações oriundas da legislação e de instituições que operam com esses fundos no mercado e que podem ser consideradas relevantes ao leitor que deseja entender o funcionamento desse mercado da indústria de fundos. Neste capítulo, além de serem apresentadas as características dos FIDCs, serão citadas algumas das características dos *Asset Backed Securities* (ABS) negociados nos Estados Unidos, bem como suas diferenças a título de comparação de estruturas e mercados.

Segundo Assaf Neto (2012), as economias mais desenvolvidas do planeta possuem com uma de suas principais características a presença de um sistema de intermediação financeira bastante diversificada de modo a cumprir adequadamente o objetivo de direcionar recursos dos agentes superavitários de recursos para os agentes carentes de recursos (agentes produtivos), gerando assim as operações de investimento. O objetivo final dessa conciliação de interesses entre poupadores e investidores por meio da estrutura de intermediação financeira é tornar viável o crescimento econômico da economia como um todo.

Assaf Neto (2012) esclarece que os países que almejam crescer e se desenvolver precisam elevar a importância do papel do sistema financeiro em suas economias, tanto em função da liquidez que este proporciona ao mercado quanto pela oferta diversificada de recursos para financiamento. Para aumentar a eficiência desses dois objetivos são criados instrumentos financeiros cada vez mais sofisticados, além de uma rede de intermediação financeira composta por agentes cada vez mais qualificados. Essa diversificação de instrumentos por sua vez proporciona alternativas melhores tanto de prazo quanto de controle de risco das operações.

Diversos são os tipos de ativos negociados nos mercados financeiros. Pinheiro (2012) divide o mercado financeiro em dois grandes mercados: o mercado monetário ou de dinheiro, que por sua vez se divide em mercado de créditos e mercado de títulos; o mercado de capitais, que por sua vez possui operação de crédito de longo prazo, mercado de valores e operações de bancos oficiais (públicos). O autor define o mercado de capitais como composto pelas instituições e instrumentos financeiros que negociam títulos e valores mobiliários com o objetivo de canalizar recursos dos agentes superavitários (poupadores, investidores) para agentes com carência de recursos (empresas), viabilizando tanto a capitalização das empresas quanto proporcionando liquidez para os títulos emitidos pelos agentes que operam nesse

mesmo mercado. Já Assaf Neto (2012) destaca também um segmento do mercado financeiro que trabalha com moedas estrangeiras: é o mercado de câmbio. Esse mercado reúne todos os agentes financeiros que objetivam realizar transações com o exterior, e para isso demandam moedas estrangeiras. Ainda Pinheiro (2012) aponta cinco grandes tendências mundiais que têm transformado os mercados financeiros a partir do início dos anos 80:

- a) Desregulamentação dos mercados: processo pelo qual são eliminadas travas e restrições legais às atividades financeiras.
- b) Desintermediação financeira: na qual o financiamento das instituições financeiras tradicionais passa a ser substituído pelo financiamento direto proporcionado pelos participantes do mercado de capitais, um dos ramos do mercado financeiro. Esse processo visa reduzir as elevações de juros que ocorrem nos momentos de volatilidade das taxas de juros, bem como reduzir o nível de risco das operações.
- c) Globalização: o fenômeno da desintermediação financeira associado ao avanço tecnológico tem levado a globalização dos mercados financeiros. Essa globalização levou ao surgimento de novas oportunidades de negócios num ambiente global de negócio, com maior liquidez, disseminação de novas tecnologias que permitem o fluxo de informações em tempo real, bem com a figura dos players internacionais em diversos mercados locais.
- d) Inovação financeira: são inovações produzidas no mercado financeiro com objetivo de gerar créditos, ações, liquidez ou transferir o risco de preço e o risco de crédito das operações de intermediação financeira.
- e) Securitização ou titularização: está entre as inovações financeiras mais significativas surgidas nos últimos trinta anos. Essa é uma operação que a princípio foi criada com o objetivo de renegociar débitos por meio de emissão de títulos de longo prazo com garantias operacionais. Posteriormente a operação foi desenvolvida para a venda de recebíveis, usados como lastro para a emissão de títulos, porém com transferência de risco dos sacados dos recebíveis para os emissores de títulos. Segundo Luxo (2007), a securitização é uma operação financeira que emite títulos ou valores mobiliários lastreada em ativo, na qual se procura dissociar o rating de crédito do rating da empresa originadora.

Com relação à securitização, Assaf Neto (2012) define a securitização como sendo a transformação de um ativo a receber futuro valor mobiliário e sua subsequente negociação no mercado financeiro. O autor considera a securitização de recebíveis como sendo uma forma

de captação de recursos, na qual o tomador emite títulos de crédito lastreados pelos recebíveis. Destaca que por esse meio, é possível que uma empresa levante fundos no mercado sem aumentar seus níveis de endividamento no balanço patrimonial. Porém a estruturação de uma operação dessas envolve a criação de uma SPE (sociedade de propósito específico) que será responsável pela colocação dos títulos no mercado. Quando essa sociedade é um fundo de investimentos, tem-se no Brasil a figura do FIDC, ou fundo de investimentos em direitos creditórios, e que goza da vantagem de isenção de vários impostos quando comparada a uma SPE tradicional. Assaf Neto (2012) ressalta que esses fundos formados adquirem direitos creditórios oriundos dos mais diversos segmentos, como comercial, financeiro e arrendamento mercantil. Tanto as operações de securitização quanto os FIDCs serão analisados mais detalhadamente nos próximos tópicos.

### 2.2.1 AS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO

Dentre as diversas vantagens na utilização das operações de securitização (das quais os FIDCs se destacam no mercado brasileiro em volume e número de fundos criados), é possível destacar:

- a) fonte alternativa de captação de recursos (dos tradicionais empréstimos, financiamentos, notas promissórias, debêntures e ações);
- b) é uma operação de desintermediação financeira (portanto, contribui para a redução dos custos de captação);
- c) proporciona a antecipação do recebimento de recursos (via cessão de créditos e emissão de valor mobiliário correspondente);
- d) acesso a um campo de recursos que antes ficava restrito aos bancos e às *factorings*;
- e) permite a conversão de ativos financeiros monetizáveis, ilíquidos e sem mercados secundários sejam convertidos em valores mobiliários negociáveis;
- f) democratizam o acesso ao mercado de capitais;
- g) são operações disponíveis também para empresas de capital fechado;
- h) permitem às empresas abertas e fechadas se beneficiarem das boas qualificações de risco de seus clientes (no caso da cessão de direitos creditórios);
- i) permite às empresas que estão fora da bolsa de valores terem uma importante experiência com o mercado de capitais, bem como a adotarem uma disciplinada divulgação de informações;

- j) permitem que empresas de médio e pequeno porte também se beneficiem do mercado de capitais de forma viável e com custos competitivos;
- k) alternativa ao tradicional mercado bancário (e que no Brasil tradicionalmente possui um custo bastante elevado devido as altas taxas de juros praticadas historicamente);
- l) alternativa para bancos e financeiras diversificarem também suas fontes de captação (normalmente Certificados de Depósito Bancário – CDBs - e Certificados de Depósito Interbancário - CDIs);
- m) permitem a “otimização” do uso do balanço patrimonial (uso mais efetivo do capital);
- n) aumentam a possibilidade de pequenas e médias empresas oferecerem seus produtos e serviços para grandes conglomerados;
- o) oferecimento de crédito com baixo risco de inadimplência;
- p) proporciona uma via mais econômica para o financiamento do capital de giro;
- q) permite às grandes empresas possuírem uma rede de fornecedores mais capacitada financeiramente (manutenção de uma base competitiva de fornecedores);
- r) alternativa viável para captação de recursos no mercado de capitais brasileiros para todos os agentes econômicos que participam dele.

As operações de securitização surgiram nos Estados Unidos nos anos 70 utilizando-se inicialmente hipotecas residenciais como lastro, o que fez surgir os *Mortgage Backed Securities* (MBS). Porém, a partir de 1985 essas operações de securitização foram estendidas para outros tipos de direitos creditórios, como financiamentos de veículos e faturas de cartões de crédito, surgindo então os *Asset Backed Securities* (ABS). No Brasil essas operações só começaram a partir de 1992, quando a Mesbla Trust de Recebíveis de Cartão de Crédito realizou a primeira operação de recebíveis no país.

A princípio qualquer fluxo de caixa pode ser securitizado, não importando se esse fluxo de caixa já existe no presente ou se ocorrerá no futuro. Temos por esse parâmetro então uma primeira classificação dos fluxos de caixa securitizáveis entre performados (fluxo de caixa presente) ou a performar (fluxo de caixa futuro):

- a) Performados: duplicatas, financiamentos, cartões de crédito, precatórios, créditos fiscais, etc.
- b) A performar: mensalidades escolares, contas de concessionárias de serviços públicos (água, luz, telefone, gás), royalties, contratos futuros, etc.

Outro modo de dividir os fluxos de caixa securitizáveis é com relação à exigência de reposição. Quando a prestação de serviços ou entrega de produto exigir reposição, esses fluxos são considerados revolventes. Quando são apenas repostas a financiamentos de longo prazo são considerados estáticos. Como exemplo, temos:

- a) Revolventes: duplicatas, financiamentos, cartões de crédito, mensalidades escolares, contas de concessionárias de serviços públicos (água, luz, telefone, gás), etc.
- b) Estáticos: créditos fiscais, precatórios, royalties, fundo de compensação de variações salariais, *project finance*, etc.

Com relação aos ABS, Sabarwal (2006) considera que no mundo da governança corporativa, a partir do final dos anos 90 houve um crescimento considerável na utilização dos conceitos relativos à contabilização e transferência de risco, por meio do uso das EPE (Entidades de Propósito Especial). Os administradores financeiros passaram a utilizar técnicas valiosas de operações financeiras fora do balanço, e que chegaram a ser objeto de conduta ilegal no contexto dos escândalos corporativos no início da década passada.

Ainda segundo Sabarwal (2006) as Entidades de Propósito Especial foram largamente utilizadas para alavancar o crescimento do mercado de ABS. Para o autor, um ABS é um valor imobiliário que é colateralizado por alguma ativo financeiro. Esse ativo financeiro pode ser representado por: recebíveis de cartões de crédito, financiamentos de automóveis, financiamentos imobiliários, crédito estudantil, etc. Qualquer fluxo de recebíveis pode dar origem a um ABS. E como exemplo, cita fluxos financeiros cuja utilização no Brasil para tais estruturas é pouco comum e mesmo inexistente: receitas de cinema, direitos autorais sobre músicas, tarifas sobre cigarros, taxas de fundos mútuos, etc. Para o autor, qualquer ativo ou fluxo financeiro pode ser securitizado desde que haja demanda e oferta o suficiente para cobrir os custos de monitoramento da performance do colateral (uma das garantias) e dos custos de estrutura de avaliação (acompanhamento da operação). Além disso, o autor considera importante que uma padronização suficiente que permita tanto uma transparência do preço quanto uma liquidez para a negociação do mesmo.

### 2.2.2 LEGISLAÇÃO

Os Fundos de Investimento em Direito Creditório são o resultado do desenvolvimento de uma política de longo prazo do mercado de capitais do Brasil que tenta acompanhar o desenvolvimento do capitalismo no Brasil na medida do possível.

Esse processo passou por grandes decisões de caráter macroeconômico e regulatório antes de chegarmos a sua criação efetiva em 2001, nos quais se destacam:

- a) a criação do Banco Central (BACEN) nos anos 60: Lei 4.595/64;
- b) a criação da CVM e da Lei das Sociedades Anônimas (S.A.). nos anos 70: Lei 6.385/76 e Lei 6.404/76, respectivamente;
- c) a abertura da economia brasileira iniciada em 1991 e a posterior estabilização da inflação a partir de 1994, que por sua vez permitiu que as operações de securitização ocorridas nos Estados Unidos nos anos 80 pudessem ser estudadas para se aplicar ao mercado brasileiro.

Dado o alto patamar histórico dos juros no Brasil, o aprimoramento do mercado de capitais no visa dar ao setor produtivo privado e público meios mais baratos de financiamento de seus projetos e ciclos de caixa. Conforme Gitman (2010) apresenta em sua clássica obra de administração financeira, a aceleração da cobrança das duplicatas a receber é uma das soluções para se reduzir o ciclo de caixa da empresa, ou seja, o período em que a empresa necessita de capital de giro, empréstimos ou financiamentos para financiar todo o seu ciclo operacional. O mesmo autor pondera que a captação de dinheiro (empréstimos no mercado bancário) normalmente é mais cara que a emissão de títulos, pelo fato que as taxas de juros para as primeiras serem mais caras.

A solução de emitir títulos privados é o uso de debêntures, conforme ressaltado por Fortuna (2013) quando define as mesmas como sendo títulos emitidos por empresas de capital aberto não financeiras, na qual os ativos da empresa são dados como garantia, havendo também a possibilidade de haver garantia subsidiária por parte da instituição financeira intermediadora da emissão dos títulos. Por sua vez os compradores desses títulos certa remuneração num dado prazo (título de renda fixa), não envolvendo bens ou lucros. Acontece que nesse caso, o risco da operação é o risco da empresa, sendo portanto um risco não diversificável, o que o torna ligeiramente mais barato que um empréstimo bancário, dependendo das condições de negociação. Por isso, os administradores financeiros durante muito tempo tentaram imaginar soluções criativas que reduzissem também esse risco. Essa solução veio por meio das operações de securitização. O próximo passo foi reduzir ainda mais o custo dessas operações ao se criarem operações de securitização isentas de impostos, como são os FIDCs, e com a possibilidade de redução do risco da empresa (FIDCs policedentes, como será visto mais adiante). Porém, em seu trabalho, Faccio (2006) afirma que as emissoras de debêntures devem criar uma SPE (Sociedade de Propósito Específico)

para garantir a securitização da operação de emissão de debêntures, o que significa classificar a operação de emissão de debêntures como uma operação de securitização.

Os fundos de investimento em direitos creditórios começaram a ser criados no Brasil a partir da Resolução do Conselho Monetário Nacional 2.907/01 que autoriza a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento em direitos creditório (FIDC) e dos fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FICFIDC).

Conforme informa Fortuna (2013), a criação dos FIDCs teve três objetivos:

- i. aumentar a liquidez do mercado de crédito;
- ii. reduzir os riscos de emissão de títulos privados;
- iii. ampliar a oferta de recursos à disposição das empresas por meio de novas (e de menor custo) operações no mercado de capitais.

Além disso, essas operações foram estruturadas de tal maneira que não comprometem o limite de crédito junto aos credores, na medida em que o risco é pulverizados entre os sacados dos direitos creditórios, ao mesmo tempo em que também não prejudica os índices de endividamento obtidos com os dados dos balanços da empresa (operações “fora do balanço”). Segundo Fortuna (2013), um dos pré-requisitos básicos da empresa cedente (a que venderá os direitos creditórios) é que possua recebíveis de curto prazo bastante pulverizados.

De acordo com o site da Bolsa de Mercadorias e Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA, 2015):

Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) é um tipo de aplicação em que a maior parte dos recursos é destinada à aquisição de direitos creditórios. Os direitos creditórios vêm dos créditos que uma empresa tem a receber, como duplicatas, cheques, contratos de aluguel e outros. O direito de recebimento desses créditos é negociável, quer dizer, a empresa o cede a terceiros e isso é feito por meio de um FIDC. Por isso, créditos originados de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços podem ser transformados em cotas de FIDC.

Esse é um produto financeiro que tem crescido bastante desde a sua criação se comparado aos outros tipos de emissões existentes (ações, BDRs, debêntures, notas promissórias, CRIs) registradas na CVM. Segundo Teixeira (2006), os direitos creditórios de um FIDC podem ser originados de operações que ocorrem nos segmentos industrial, comercial, financeiro, arrendamento mercantil, imobiliário (hipotecas), prestação de serviços e outros serviços desde que previamente aprovados pela CVM. O mesmo autor enfatiza que o FIDC é uma operação de securitização de ativos sem que haja a necessidade de se criar uma

SPE (Sociedade de Propósito Específico), e desse modo os custos de criação de uma empresa e a carga fiscal são afastados.

Após a Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN), a Comissão de Valores Mobiliários foi criando uma série de instruções (ICVM) ao longo do tempo para regulamentar as especificidades desse tipo de fundo de investimentos:

- ICVM 356/01: que trata da constituição e regulamentação dos FIDC e dos FICFIDC.
- ICVM 399/03: FDIC-PIPS >>>> que trata do Programa de Incentivo à implementação de Projetos de Interesse Social (PIPS) nos termos da Lei 10.735/03, que por sua vez:

dispõe sobre o direcionamento de depósitos à vista captados pelas instituições financeiras para operações de crédito destinadas à população de baixa renda e a microempreendedores, autoriza o Poder Executivo a instituir o Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social - PIPS, e dá outras providências. (BRASIL, 2003).

- ICVM 444/06: que trata dos FDIC e FICFIDC Não Padronizados. No site da Sociedade São Paulo de Investimentos:

A maior diferença entre o FIDC e FIDC-NPS é que no segundo são direitos creditórios decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos municípios, bem como de suas autarquias e fundações. Já a vantagem em FIDC-NP é que, nessa modalidade, a rentabilidade é maior frente aos outros investimentos padronizados. (ICVM, 2006).

Porém, a Instrução CVM 444/06 prevê outras situações nas quais os FIDCs NP (Não Padronizados) podem ser constituídos:

- a) direitos creditórios vencidos e pendentes de pagamento no momento da cessão para o fundo;
  - b) direitos creditórios resultantes de ações judiciais;
  - c) direitos creditórios originados em empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial;
  - d) FIDCs constituídos com elevado risco;
  - e) quando a existência futura e o montante são desconhecidos.
  - f) de diversas naturezas que não estão previstas no inciso I do art. 2º da ICVM 356/01;
  - g) quando na carteira do fundo existam ativos que exponham os rendimentos do fundo tais como derivativos de crédito (quando não usados como hedge).
- ICVM 504/11: que dispõe sobre o envio de informações dos fundos de investimento ao SCR (Sistema de Informações de Crédito) do Banco Central do Brasil e de acordo com o Artigo 1º dessa instrução:

A presente instrução dispõe sobre o envio de informações ao Sistema de Informações de Créditos - SCR do Banco Central do Brasil - BCB pelos administradores de fundos de investimento em direitos creditórios - FIDC, de fundos de investimento em direitos creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social - FIDC-PIPS e de fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados - FIDC-NP. (ICVM 504/11, 2011).

Além dessas quatro instruções específicas sobre o FIDC, existem outras instruções da CVM que também são aplicáveis aos FIDCs, bem como aos fundos de investimento de um modo geral:

- ICVM 400/03: que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário.
- ICVM 476/09: que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e que se aplica a todos os fundos de investimento.

### 2.2.3 VANTAGENS DOS FIDCS

Conforme Borges (1999), dentre os motivos que levam as empresas a optarem por realizar uma operação de securitização, tem-se:

- a) a necessidade de financiar capital de giro;
- b) a necessidade de obter financiamentos em maior volume por um prazo maior;
- c) a custo de uma operação de securitização ser mais atraente do que a realização de uma operação de empréstimo bancária tradicional;
- d) a possibilidade de poder diversificar os financiadores;
- e) as melhorias nos indicadores e demonstrações financeiras que uma operação de securitização proporciona.

Cruz e Bispo (2008) ressaltam a importância da criação dos FIDCs no Brasil ao proporcionarem acesso ao mercado de capitais para um grande número de empresas de pequeno e médio porte. De acordo com o pesquisador, os FIDCs têm se mostrado atrativos em termos de custos para as empresas, de modo que elas passam a contar com uma alternativa aos empréstimos bancários tradicionais, além de proporcionarem um tratamento fiscal privilegiado e a possibilidade de segregação de riscos por parte do originador. Já para o lado dos bancos e financeiras, os FIDCs tem se mostrado também como fontes de captação. O FIDC é demandado por diversos setores de atividade econômica (financeiro, imobiliário,

comercial, industrial) que pretendem securitizar seus ativos com o objetivo de melhorar o capital de giro ou obter um financiamento para abater dívidas.

Mas além das empresas, os próprios bancos são grandes interessados em realizar operações de securitização de ativos por meio de venda de empréstimos. Dermine e Bissada (2005) elencaram três dessas vantagens:

- i. melhora dos índices de Basileia (requisitos de capital exigidos pelo Banco Central);
- ii. a diversificação dos riscos de créditos existentes nesses empréstimos;
- iii. melhora nas condições de liquidez da instituição financeira por meio da economia de capital (redução dos ativos de empréstimos).

Porém, a posterior criação de FIDCs não padronizados ocorrida no final de 2006 não alcançou ainda resultados expressivos, por considerações já feitas na introdução. A crise do *Subprime* em 2007-2008 levou o mercado de capitais como um todo a retrações que deixaram os investidores mais cautelosos quanto aos investimentos em novos produtos financeiros. Visando impulsionar os FIDCs para o financiamento de projetos de infraestrutura, em 24 de junho de 2011 o Governo Federal promulgou a Lei 12.431/11, cujos principais objetivos foram assim descritos no site da ANBIMA (2014):

A edição da Lei n 12.431, em 2011, consolidou o estabelecimento de um regime tributário privilegiado para ativos e instrumentos financeiros destinados ao financiamento do investimento de longo prazo.

Benefícios fiscais para a aquisição de títulos longos de emissores privados não financeiros por não residentes e para detentores de debêntures de infraestrutura buscaram incentivar a utilização destes instrumentos como forma de viabilizar a captação de recursos para o financiamento de investimentos e ampliar o acesso das empresas ao mercado de capitais.

Fundos constituídos predominantemente por esses ativos ou voltados para esses financiamentos também receberam estes benefícios, inclusive aqueles voltados para aquisição de direitos creditórios (FIDCs), bem como certificados de recebíveis mobiliários que tenham como objeto.

Com relação aos ABS, que são as estruturas similares aos FIDCs negociadas no mercado norte-americano, Sabarwal (2006) cita vários motivos ao sucesso do crescimento do mercado de ABS naquele país.

Em primeiro lugar está o fato de que o uso dessas estruturas faz aumentar a liquidez no ativo do balanço, além de aumentar as receitas sem financiamento adicional. Tradicionalmente esses financiamentos ocorriam por meio do uso de títulos públicos, *comercial papers* e até mesmo por meio de aumento de capital próprio. Uma vez que, no caso

dos ABS, os empréstimos são vendidos para uma entidade de propósito específico, o originador pode remover esses empréstimos do balanço e usar tais receitas para emitir novos empréstimos. Nesse caso, as receitas do originador continuam a aumentar porque ele continua a vender seus créditos por uma taxa.

Em segundo lugar, o mercado de ABS permite que tanto grandes quanto pequenas empresas com ratings de crédito ruins ou em declínio, ou mesmo sem rating possam acessar os fundos desse mercado, o que de outra forma exigiria elevados ratings, se fossem tentar outras formas de financiamento ao invés de vender seus créditos para as entidades de propósito específico.

#### 2.2.4 CARACTERÍSTICAS

De acordo com a Instrução CVM 356 em seu artigo 3º um FIDC possui as seguintes características:

- a) podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado;
- b) suas cotas só podem ser adquiridas por investidores qualificados (definidos pela Instrução CVM 409/04);
- c) suas cotas devem ser classificadas por agência de classificação de risco autorizada a funcionar no Brasil.

Os FIDCs podem se constituir de forma aberta, quando os cotistas podem solicitar resgate em acordo com o regulamento do fundo; ou da forma fechada, na qual o resgate é feito após o prazo de duração previsto pelo regulamento no momento da constituição do fundo ou na própria liquidação antecipada do fundo. As cotas de classe sênior podem ser emitidas em várias séries, sendo que essas séries se diferenciam em função de valores e prazos para fins de resgate, amortização e remuneração.

Conforme esclarece Faccio (2006), um FIDC pode ter liquidação antecipada desde que seus cotistas assim o deliberem ou então ocorra um evento crítico e que esteja descrito no prospecto do fundo como causador de liquidação antecipada. Normalmente o item mais comum nos prospectos nesse caso é a falência ou a concordata preventiva.

Além disso, os FIDCs possuem estão disponível somente para os investidores qualificados: instituições financeiras, entidades de previdência complementar, seguradoras, entidades de capitalização, fundos de investimentos cujos cotistas sejam somente investidores

qualificados, administradores e consultores autorizados pela CVM; e pessoas físicas ou jurídicas que provem possuir investimentos acima de R\$ 300 mil. Quanto a composição dos ativos na carteira de um FIDC, o percentual mínimo de direitos creditórios no fundo é de 50% do valor do PL do fundo. O restante poderá ser constituído de outros títulos de renda fixa, entre títulos privados e títulos do governo.

Já as estruturas e características dos ABS que são negociados nos mercados norte-americanos possuem características muito próprias em termos de estruturação, porém os riscos são parecidos e até os mesmo.

#### 2.2.5 TIPOS DE COTAS DE FIDCS

Nos FIDCs existem basicamente duas classes de cotas:

- i. as cotas “sêniores” que possuem preferência em termos de amortização ou resgate.
- ii. as cotas subordinadas que são subordinadas às outras classes de cotas, não podendo ser resgatadas ou amortizadas antes das cotas sêniores. Por outro lado, as cotas subordinadas recebem os excessos de rendimentos em caso de elevado retorno do fundo, ou suportar as perdas em caso de retorno negativo do fundo.

Pinheiro e Savoia (2009) realizaram uma simulação estocástica de duas variáveis, taxa de juros e taxa de inadimplência, avaliando também riscos e retornos, e no final concluíram que o risco de um investidor de classe sênior receber menos do que a remuneração-alvo é muito baixo.

Conforme afirma Fortuna (2013), parte das cotas do tipo subordinadas (quando não, 100%) deve ser subscrita pelas instituições cedentes dos direitos creditórios para os fundos, e desse modo, só receberão o rendimento da aplicação depois que os cotistas seniores forem contemplados. Esse arranjo permite diminuir os riscos dessas operações para os investidores, reduzindo desse modo ainda mais o risco de emissão e aquisição das cotas.

Além desses dois tipos mais comuns de cotas, existem também as cotas mezanino, um tipo de cota subordinada. No site da UQBAR (2015b), empresa especializada em finanças estruturadas no Brasil encontra-se a seguinte definição para as cotas mezanino: “Título de classe subordinada emitido por FIDC aberto ou fechado que apresenta prioridade de pagamento em relação a um ou mais cotas de classes subordinadas, e subordinação em relação às cotas sênior”.

## 2.2.6 AGENTES ENVOLVIDOS

A criação de um FIDC enseja a participação de diversas partes envolvidas além do investidor, das quais as principais são: a empresa originadora, a agência de classificação de risco, o administrador do fundo. Conforme descrito por Cruz e Bispo (2008, p. 05-06), o fluxo dos FIDCs apresenta a seguinte sequência:

1. Empresas vendem produtos e serviços a clientes;
2. Clientes geram direitos creditórios;
3. Empresas cedem direitos creditórios ao fundo;
4. FIDC emite cotas;
5. Investidores adquirem essas cotas;
6. FIDC paga a cessão;
7. No vencimento, os clientes pagam o FIDC ao invés de pagar os cedentes (que há cederem os direitos ao fundo);
8. FIDC paga amortização e/ou resgate das cotas sêniores;
9. FIDC paga amortização e/ou resgate das cotas subordinadas;

Existe também o importante papel do administrador do fundo (uma empresa financeira), que poderá também contar com uma empresa especializada como gestora ou o próprio administrador poderá assumir também esse papel. Segundo Faccio (2006), a administradora do fundo será a responsável pela aplicação do dinheiro recebido pela cedente dos recebíveis comprados e resgatados no mercado de capitais, e também será responsável pelo cálculo da taxa diária de desconto.

Na etapa anterior a formação do fundo, a empresa originadora irá vender seus produtos ou prestar serviços aos seus clientes que por sua vez irão gerar duplicatas junto aos sacados. Em seguida, já depois de formado o fundo, a originadora (cedente) irá oferecer ao fundo os direitos creditórios, que depois de devidamente selecionados e aprovados serão comprados pelo FIDC. Na terceira etapa, a empresa originadora compra ou todas ou parcialmente as cotas subordinadas do FIDC. Na etapa quatro é a vez dos investidores qualificados adquirirem as cotas seniores que o FIDC emitiu. Uma vez com os recursos dos investidores em mãos, o FIDC paga a empresa originadora (cedente) pela compra dos direitos creditórios. Os clientes da originadora (sacados) então pagam as duplicatas emitidas. Na etapa sete, após o pagamento dos clientes (sacados), a empresa custodiante baixa as duplicatas pagas, transferindo o dinheiro para o fundo, que poderão ser utilizados para novas aquisições. Finalmente, na etapa oito, os investidores qualificados recebem o dinheiro referente aos resgates e amortizações das cotas do FIDC.

Além dos cedentes, do fundo e dos investidores, outros atores participam da existência do FIDC: a empresa de classificação de risco que dá notas (ratings) para os créditos enviados pelo originador (cedente); a empresa de custódia, responsável pela checagem e guarda da documentação (dos direitos creditórios) e pela liquidação financeira ou física das operações; a empresa de auditoria que analisa as demonstrações financeiras do fundo (CRUZ; BISPO, 2008).

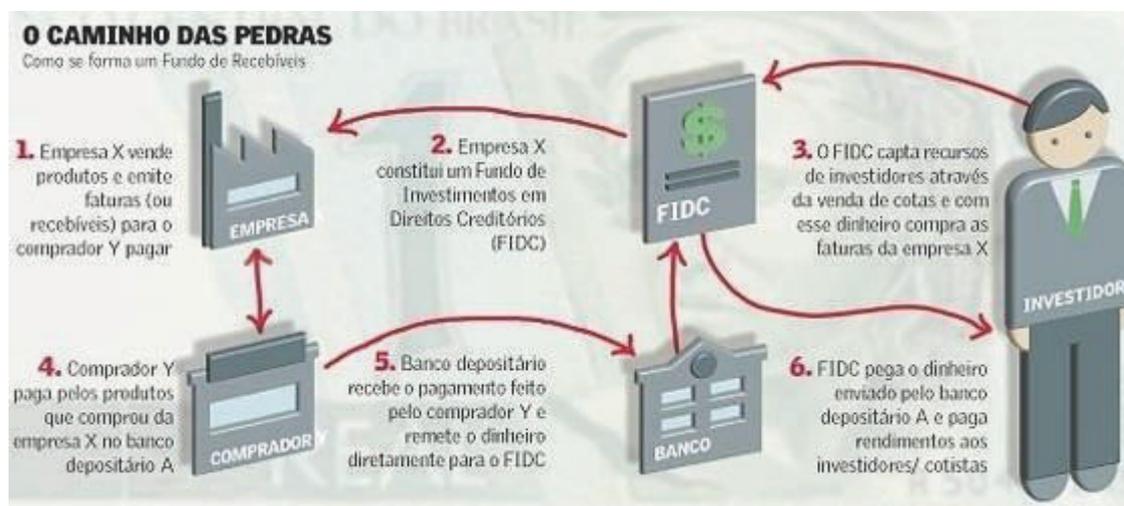
Com relação aos ABS, Sabarwal (2006) negociados nos mercados norte-americanos lista os principais emissores dessas estruturas financeiras no mercado norte-americano:

- a) bancos, que dominam a emissão de ABS sobre créditos envolvendo cartões de crédito;
- b) financeiras de automóveis, que dominam a emissão de ABS sobre créditos de financiamento de veículos;
- c) financeiras de crédito habitacional e hipotecas, que dominam a emissão de ABS sobre hipotecas e créditos imobiliários;
- d) outros tipos de financeiras, cujo domínio ocorre nos ABS sobre créditos de empréstimos para reformas, aluguel de aeronaves e equipamentos, e mesmo créditos oriundos de pequenos negócios como postos de gasolina e lojas de conveniência.

Já os compradores (investidores) são compostos por uma vasta gama de instituições como bancos, seguradoras, companhias financeiras, fundos mútuos, bancos de investimento e empresas governamentais ou de empresas aonde o governo seja acionista majoritário.

Na figura a seguir é possível visualizar a estrutura básica de um FIDC aonde é possível entender a sequência de eventos que estruturam esse tipo de fundo:

**FIGURA 04 – ESTRUTURA BÁSICA DE UM FUNDO DE RECEBÍVEIS**

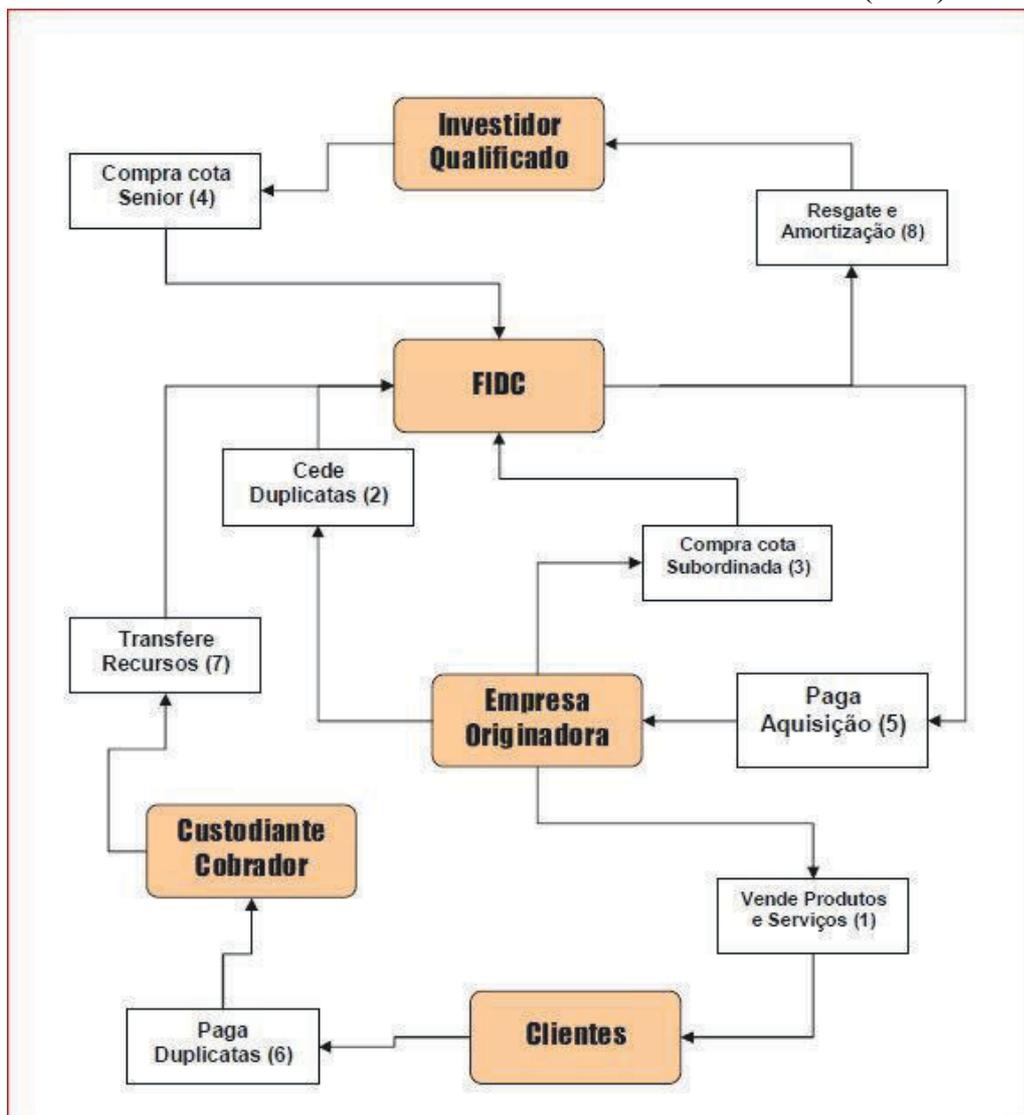


Fonte: Acionista, 2015.

Além dos administradores e gestores do fundo, participam também da estrutura do fundo: os originadores e estruturadores; a instituição custodiante; a agência de classificação de risco; a empresa de auditoria independente; a instituição distribuidora (responsável pela colocação dos papéis perante aos investidores), e o escritório de advocacia.

Conforme já indicado na introdução desse estudo, veremos a seguir a apresentação de alguns fluxogramas de direitos creditórios securitizados no formato de FIDCs. Esses formatos podem variar conforme os tipos de cotas negociados, bem como o tipo de direito creditório adquirido pelo fundo, o que pode levar a existência de diferentes modelos de geração de fluxos de direitos creditórios. Faccio (2006) indica em sua monografia um fluxograma do funcionamento do FIDC Perdigão criado em 2004, que se divide em oito etapas e que serão vistas na figura a seguir:

**FIGURA 05 – FLUXOGRAMA DO FIDC PERDIGÃO (2004)**



Fonte: Faccio (2006, p. 26).

Faccio (2006) ressalta que o custodiante é responsável por receber e analisar os documentos relativos aos direitos creditórios que serão oferecido pela cedente ao fundo, podendo validar ou não os créditos segundo os critérios de elegibilidade indicados no regulamento do fundo. A autora indica também que as despesas com empresas de custódia estão entre as principais despesas do fundo em função do fato de haverem poucas instituições autorizadas a prestar esse tipo de serviço.

Comparando-se a estrutura dos FIDCs com a estrutura geral de um ABS, em Sabarwal (2006) é possível encontrar a características gerais desse valor mobiliário negociado no mercado norte-americano. A estrutura básica de um ABS inclui três características gerais:

- i. Seleção e transferência de recebíveis: um credor reúne e transfere do ativo seus empréstimos (recebíveis) para uma entidade de propósito específico. As regras de padronização contábil devem ser observadas quando a transferência for uma venda, um financiamento, uma venda parcial, ou uma operação que seja parte venda e parte financiamento. Nas regras contábeis americanas, a transferência dos ativos para fora do balanço é válida para as vendas, mas não para os financiamentos. À medida que as transferências forem gerando direitos de cobrança, ou juros sobre o valor mobiliário, ou a securitização de uma parte dos ativos transferidos, uma transação ABS é fechada em uma venda parcial. Nessa venda parcial, o transferidor pode retirar os ativos (créditos) vendidos do balanço patrimonial, porém irá contabilizar os juros dessas operações em seu balanço. Na transferência dos ativos (créditos) para uma entidade de propósito específico (através da venda), deve ficar claramente evidenciada que esses ativos ficam separados do transferidor mesmo que em caso de falência desse transferidor. Tal transferência é muitas vezes conhecida como transferência da falência remota (*bankruptcy-remote transfer*), ao passo que a entidade de propósito específico é conhecida como entidade de falência remota (*bankruptcy-remote entity*).
- ii. Estruturação e emissão de valores mobiliários (ABS): a entidade de propósito específico emite diversos valores mobiliários securitizados por meio dos recebíveis desses empréstimos (créditos). Os valores mobiliários emitidos pela entidade de propósito específico possuem valores diferenciados em função do crédito de risco associados a eles. O risco de crédito nas estruturas ABS depende da performance dos recebíveis selecionados, e dos reforços de crédito. Esses reforços de crédito podem melhorar o rating dos valores mobiliários emitidos. Se o reforço de crédito não for muito bom, novas séries de valores mobiliários menos atrativos podem ser emitidas.

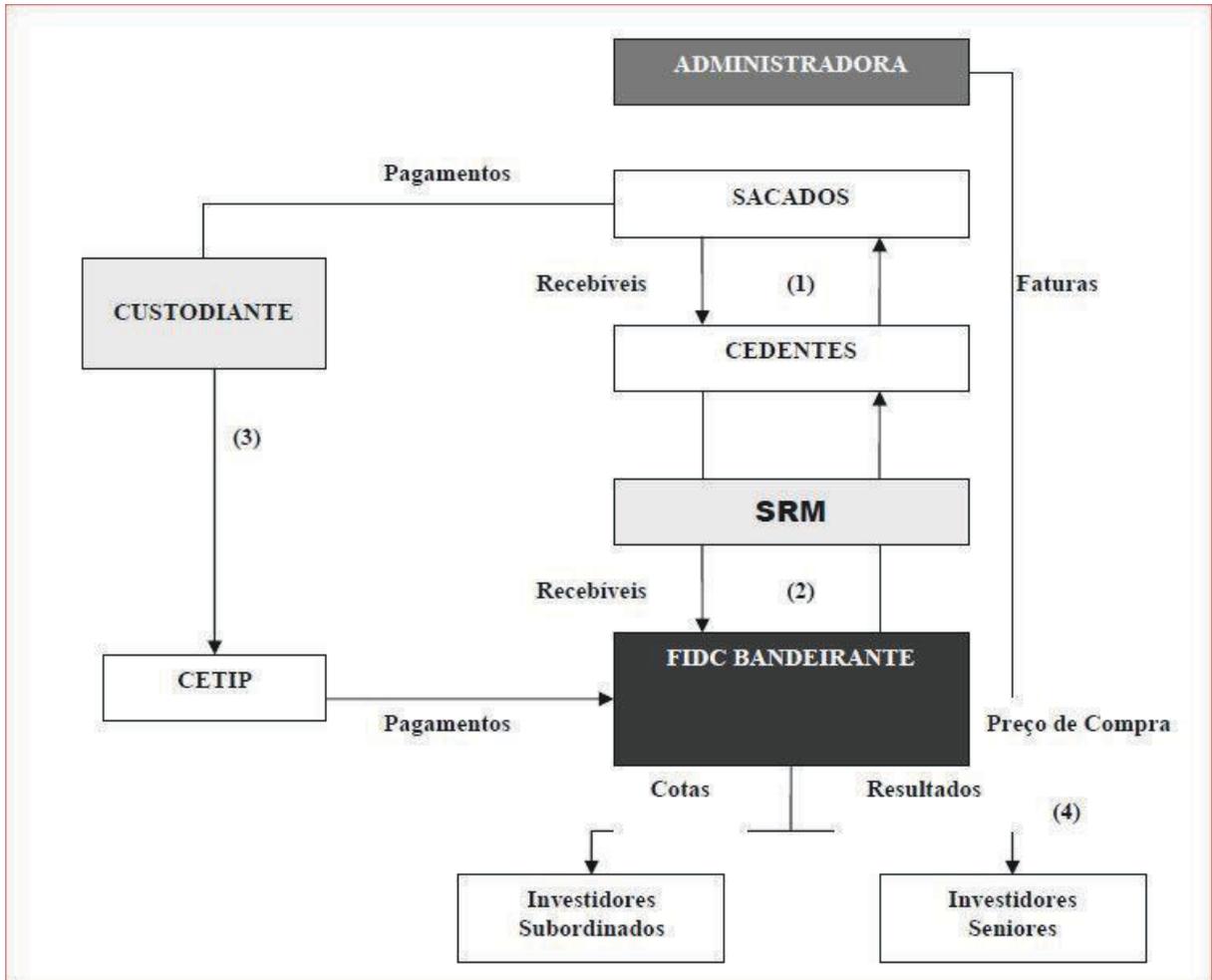
Os melhoramentos de crédito mais comuns são as estruturas de emissões seniores e subordinadas, conta de reserva e o uso de garantias sobrecolaterais.

- iii. Serviços de cobrança, distribuição dos pagamentos e monitoramento: a instituição de cobrança recolhe os provendo dos empréstimos e os distribui entre investidores, os cedentes e os prestadores de serviço de acordo com estrutura particular do FIDC. No caso dos ABS, esse trabalho executado pelos prestadores de serviço pode afetar o fluxo de caixa do ABS por controlar a política de cobrança, que por sua vez influencia o recolhimento dos proventos, despesas extras e taxas de administração, gestão e custódia, que são pagas e normalmente acumuladas de modo a constituir a conta de reserva, sendo que qualquer excedente é retornado ao vendedor dos valores mobiliários. No caso dos valores mobiliários das empresas públicas (com ações em bolsa), a *Securities Exchange Commission* (SEC) exige relatórios periódicos do desempenho dos valores mobiliários, garantias e outros reforços de crédito. A parte do monitoramento fica a cargo das agências de classificação de risco que devem publicar atualizações dos ratings periodicamente, bem como monitorar o desempenho dos direitos creditórios, das garantias, e também a probabilidade de default (inadimplência).

Como podemos ver, os valores mobiliários (ABS) emitidos nas operações de securitização norte-americanas são comparáveis às séries de cotas emitidas pelos FIDCs no Brasil, sejam elas cotas seniores, subordinadas mezanino ou subordinadas júnior. Porém essa descrição dada apresenta três características gerais. Como ressaltou Sabarwal (2005), existem muitas estruturas comuns usadas no mercado de ABS, e que atendem diferentes necessidades, que começaram de forma simples no mercado de securitização de hipotecas no início dos anos 70 e que evoluíram para estruturas consideravelmente mais complexas.

Já o modelo brasileiro é bem mais padronizado, porém algumas variantes são possíveis. Do regulamento do FIDC BANDEIRANTE (iniciado em 2010 e cancelado em 2012) é apresentado um fluxograma físico e financeiro, aonde o fundo contratou uma empresa de consultoria especializada (SRM) para selecionar os recebíveis dos cedentes. Esse fundo operou sob as condições da Instrução CVM 476:

**FIGURA 06 – FLUXOGRAMA FÍSICO E FINANCEIRO DO FIDC BANDEIRANTE (2010)**

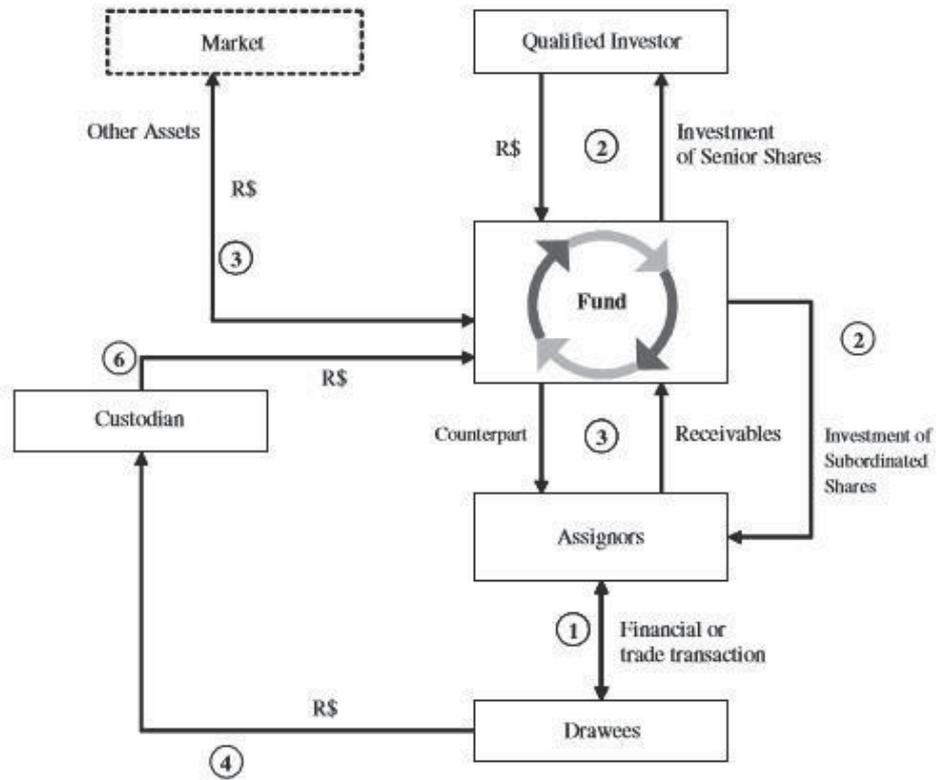


Fonte: Regulamento do FIDC Bandeirante (2010).

Outros dois exemplos são apresentados nas figuras 6 e 7 a seguir:

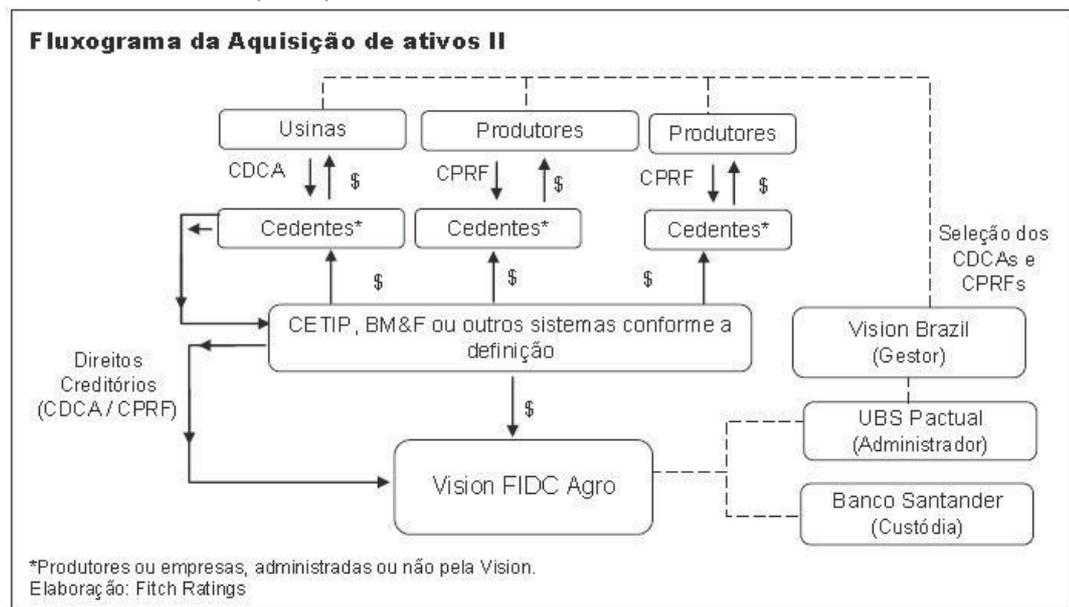
**FIGURA 07 – FLUXO DA OPERAÇÃO DO UNION NATIONAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS FINANCEIROS E MERCANTIS (2006)**

**Schematic Drawing of the Securitization Program**



Fonte: Prospecto do Union National FIDC Financeiros e Mercantis.

**FIGURA 08 – DIAGRAMA DA AQUISIÇÃO DE ATIVOS DO VISION BRAZIL FIDC AGRO (2008)**



Fonte: Relatório de Pré-Distribuição elaborado pela Fitch Ratings.

Após a integralização, o fundo passa a dispor de recursos para adquirir tanto os direitos creditórios, quanto os outros ativos que estão dispostos no seu regulamento conforme sua política de investimentos. O administrador dá então um comando para o custodiante que irá comparar o valor informado para a aquisição com as ofertas de direitos creditórios feitos pela cedente. Após isso o custodiante irá filtrar os direitos creditórios elegíveis de acordo com o estabelecido pelo contrato de cessão em consonância com as normas estabelecidas no regulamento do fundo. Verificada essa parte, o custodiante informa as partes quais foram os direitos creditórios negociados na cessão de crédito. O valor cedido não pode ultrapassar o valor demandado pelo administrador do fundo. A empresa contratada como custodiante do fundo tem a responsabilidade de receber, verificar e fazer a seleção dos direitos creditórios conforme especificado no regulamento do FIDC.

Fortuna (2013) explica que tanto os direitos creditórios quanto os outros ativos adquiridos pelo FIDC precisam ser custodiados, registrados e mantidos numa conta em nome do fundo no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), que os mantém em sistemas de registro e liquidação financeira de ativos que são autorizados a exercer essas atividades pelo Banco Central (BACEN), ou mesmo em instituições financeiras autorizadas ou pelo BACEN ou pela CVM, exceto as aplicações que o FIDC fizer em cotas de fundos de investimento financeiro e dos fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento. Outro caso de registro na CETIP ocorre quando o fundo operar no mercado secundário (pós-distribuição), aonde o registro na Bovespa também é obrigatório.

Além da cessão, a cobrança dos créditos junto aos sacados é uma atividade essencial realizada durante a vida do FIDC. Normalmente é realizada por uma instituição financeira, contratada como agente custodiante. A cedente envia os dados de cobrança dos sacados para a instituição financeira que processa esses dados para emissão de boletos de cobrança contra os sacados e em favor do fundo, constituindo desse modo o lastro do fundo. O ciclo de um dado direito creditório só termina quando o sacado liquida o título gerado. Caso haja inadimplência por parte do sacado, o cedente ou um agente contratado para esse fim irá fazer a cobrança extrajudicial dos créditos vencidos junto aos devedores. Essa contratação da cedente (que ocorre na prática) para executar esse serviço de cobrança se deve ao fato de que normalmente a cedente é também o cotista subordinado e que, portanto, possui interesse em receber o crédito, já que as duas instituições, cedente e fundo, constituem-se em pessoas jurídicas distintas.

Esses direitos vencidos e em aberto são contabilizados sem desconto na carteira do fundo de investimento, de modo que seja esse seja valor que vá para cobrança. Caso passe um determinado período (estabelecido no regulamento) e os direitos continuem em aberto, eles passam a ser provisionados na carteira do fundo, pois este possui contabilidade própria, diferente da contabilidade da cedente. Nesse caso, pelas regras do Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF), os créditos vencidos e não pagos após 360 do vencimento devem ser efetivamente baixados.

Faccio (2006) ressalta em sua monografia que o bom relacionamento entre a administradora do fundo com a empresa de custódia é fundamental para que haja o controle adequado dos recebíveis. Desse modo, os títulos deverão circular entre as instituições de modo transparente, tanto nas aquisições de direitos creditório, quanto dos informes sobre títulos vencidos e não pagos, evitando assim problemas que podem ser gerados por inadimplência por parte dos sacados dos direitos creditórios.

Finalmente temos também a figura do investidor, que adquiriu as cotas do FIDC. Enquanto que a amortização das cotas não sofre incidência do Imposto Retido na Fonte, os ganhos auferidos pelos cotistas sofrem tributação definitiva ou exclusiva na fonte, conforme legislação vigente, mas cujo recolhimento fica a cargo do administrador do fundo. Existem duas regras para essa tributação e que seguem a legislação tributária vigente:

- i. Para FIDCs cujo prazo médio seja superior a 365 dias, aplica-se a alíquota máxima de 22,5% os aplicadores que fizerem o resgate em até seis meses; 20% para o prazo entre seis a doze meses, 17,5% para os prazos entre 12 a 24 meses, e a alíquota mínima de 15% para os prazos superiores a 24 meses. Esses são os casos para os FIDCs fechados.
- ii. Para FIDCs cujo prazo médio seja igual ou inferior a 365 dias, existem apenas duas alíquotas, a de 22,5% para os prazos superiores até seis meses, e 20% para os prazos superiores a seis meses. Esses podem ser os casos dos FIDCs abertos, quando não há prazo estabelecido para os resgates.

No caso dos ABS negociados nos Estados Unidos, temos na pesquisa de Sabarwal (2006) a descrição das estruturas comuns que são utilizadas pelas diferentes formas de securitização de ativos que existem no mercado norte-americano. Um originador vende seus empréstimos ou recebíveis para uma EPE, que por sua vez emite valores mobiliários securitizados dada uma taxa de desconto nos recebíveis sobre esses empréstimos (concessões de crédito). Assim, o originador retira esses empréstimos (passivo) de seu balanço e pode usar as receitas dessa venda para emitir novos empréstimos. O originador realiza a venda dos

créditos por uma taxa, e as receitas obtidas sobre esses créditos acabam sendo distribuídas entre os investidores e o originador de acordo com a estrutura particular da transação. Há também uma variedade de modos de distribuição das receitas oriundas dessas operações e seus respectivos fluxos, de modo que os podem ser criados valores mobiliários dos ativos securitizados com diferentes perfis de risco e retorno.

### 2.2.7 TIPOS DE DIREITOS CREDITÓRIOS

De acordo com a Instrução CVM 489/11 a classificação dos direitos creditórios utilizada no Brasil dentro da legislação existente para os FIDCs é a seguinte:

- a) direitos creditórios de origem industrial;
- b) direitos creditórios de origem comercial (arrendamento, corporativo, varejo, etc.);
- c) direitos creditórios de origem financeira (consignado, cartão de crédito, imobiliário, crédito pessoal, financiamento de veículos, corporativo, etc.);
- d) direitos creditórios de origem nas operações de *factoring*;
- e) direitos creditórios de origem no agronegócio;
- f) direitos creditórios de origem no mercado imobiliário (não financeiro);
- g) direitos creditórios de origem nos serviços (educacionais, públicos, entretenimento, etc.);
- h) direitos creditórios de origem no setor público (NP);
- i) direitos creditórios de origem em ações judiciais (NP);
- j) direitos creditórios de origem em propriedade intelectual, marcas e patentes (NP).

Já Mizukawa (2013) em seu trabalho nos apresenta a classificação utilizada pela ANBIMA, que divide os direitos creditórios em quatro grandes grupos, que depois são subdivididos em seus focos de atuação, apresentados a seguir:

a) FIDC de Fomento Mercantil

b) FIDC Financeiro:

- FIDC Crédito Imobiliário (há diferenças com relação ao CRI);
- FIDC Crédito Pessoal;
- FIDC Crédito Consignado;
- FIDC Financiamento de Veículos;

- FIDC Multicarteira Financeiro.

c) FIDC Agro, Indústria e Comércio:

- FIDC Agronegócio;
- FIDC Crédito Corporativo;
- FIDC Recebíveis Comerciais;
- FIDC Multicarteira Indústria e Comércio;
- FIDC Infraestrutura (há diferenças com relação aos fundos de infraestrutura).

d) FIDC Outros:

- FIDC Poder Público;
- FIDC Recuperação;
- FIDC Multicarteira Outros.

#### 2.2.8 REGULAMENTO E TAXAS

Todo FIDC tem a obrigação de divulgar um regulamento cujo conteúdo terá no mínimo a previsão dos seguintes assuntos:

- a) se o condomínio é aberto ou fechado;
- b) informações sobre a taxa de administração;
- c) informações sobre a taxa de performance;
- d) outras taxas e despesas a serem cobradas pelo fundo;
- e) política de investimento do fundo (quais os títulos que farão parte do fundo, e como serão escolhidos);
- f) informações sobre as cotas no que se refere à sua emissão, amortização e resgate.

Com relação à política de investimento do fundo, dela são derivados vários parâmetros para as aquisições do fundo: critérios de elegibilidade dos ativos do fundo, possibilidade de investimento em derivativos, administração dos riscos da carteira, diversificação da carteira (quais outros títulos poderão ser adquiridos), políticas de concessão, origem dos direitos creditórios, e finalmente, processo, natureza e origem dos direitos creditórios.

Faccio (2006) enumera os principais pontos do regulamento de um FIDC:

- a) taxas: administração, performance (desempenho), entre outras taxas e despesas correlatas;
- b) cotas e séries: indicar as características de todas;
- c) prazos: tanto de duração do fundo, quanto de carência;
- d) divulgação na imprensa: quais periódicos foram usados;
- e) serviços de terceiros que irão prestar serviços para o FIDC: administrador do fundo, auditoria, consultoria, custódia, gestora, incluindo-se também um escritório de advocacia (inclusão minha);
- f) metodologia para avaliação dos ativos adquiridos pelo fundo (normalmente marcação a mercado);
- g) plano de contingência em caso de rebaixamento de rating (das cotas do fundo) por empresa de classificação de risco;
- h) política de investimento do fundo: quais os critérios para aquisição de direitos creditórios e outros ativos.

### 2.3 ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE FIDCs

Nesse tópico serão abordados alguns trabalhos acadêmicos que analisaram os FIDCs realizados nos últimos 10 anos, sendo quatro dissertações de mestrado e duas teses de doutorado: 05 versado sobre os FIDCs e 01 versando sobre as agências de rating, conforme pode melhor ser visualizado no quadro a seguir:

**QUADRO 06 – PRINCIPAIS ESTUDOS QUE COMPÕE A BASE TEÓRICA**

<b>Autor</b>	<b>Ano</b>	<b>Tese/Dissertação</b>	<b>Instituição</b>	<b>Assunto</b>
Alexius V. Andrade Freund	2013	Tese	UFRJ (COPPEAD)	FIDCs
Ricardo M. Silva	2010	Dissertação	UFF	Securitização e FIDCs
José Carlos A. Luxo	2007	Tese	FEA-USP	Securitização e FIDCs
Odilon Ferraroni Teixeira	2006	Dissertação	PUC-SP	FIDCs
Oswaldo Zanetti Favero Jr.	2014	Dissertação	FEA-USP	Securitização, FIDCs e Teoria do Risco
Renata M. Machado	2005	Dissertação	PUC-RJ	Agências de Rating

**Fonte:** elaboração do autor

### 2.3.1 ESTUDO 01 - ANDRADE FREUND (2013): APREÇAMENTO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC)

Freund (2013) apresenta três ensaios sobre o apreçamento das cotas de fundos de investimento em direitos creditório, também conhecidos como FIDCs.

No ensaio um, segundo o autor, esse foi o primeiro trabalho a analisar o spread da rentabilidade-alvo das cotas seniores de um FIDC, e com banco de dados considerado bastante extenso pelo autor. O autor procurou identificar quais são as características existentes nos FIDCs fechados e que expliquem o nível de spreads nas rentabilidades-alvo dessas cotas que são definidas no momento da emissão e permanecem constantes durante toda a existência do fundo. Em sua pesquisa, Freund (2013) dividiu os fundos em dois grandes grupos: os que expressam a rentabilidade-alvo na forma “spread % do CDI” e os que expressam na forma “CDI + spread%”. Por exemplo, podemos ter um fundo que elege como rentabilidade alvo 110% do CDI e outros que elegem como rentabilidade alvo CDI + 10%. O primeiro ensaio de sua tese possui o seguinte título: A INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DA EMISSÃO DE COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC) NOS SPREADS DAS RENTABILIDADES-ALVO DE COTAS SENIORES.

No ensaio dois, Freund (2013) constrói um modelo binomial para apreçamento para os diversos tipos de cotas existentes num FIDC. O autor então aferiu os resultados deste modelo e os comparou com outros modelos existentes na literatura acadêmica e com um modelo de simulação. Finalmente, o autor aplicou seu modelo a um FIDC com perfil específico para realizar a análise de sensibilidade dos diversos fatores que influenciam as rentabilidades dos diversos tipos de cotas de um FIDC. O segundo ensaio de sua tese possui o seguinte título: MODELO PARA APREÇAMENTO DE FIDCS.

No ensaio três, o autor fez a aplicação de seu modelo para dois casos reais de FIDCs: um foi o Chemical V FIDC – Indústria Petroquímica, e o outro foi o RB Capital Agre FII, um fundo de investimento imobiliário, mas cuja estrutura é muito semelhante a um FIDC. Freund (2013) calculou os valores das cotas seniores, mezanino e subordinadas utilizando o seu modelo e os comparou com os valores informados nos balanços dos fundos. O terceiro ensaio de sua tese possui o seguinte título: APLICAÇÃO DO MODELO BINOMIAL PARA APREÇAMENTO DE FIDCS EM CASOS REAIS.

Freund (2013) começa o seu trabalho definindo o que vem a ser uma operação de securitização. Uma operação de securitização é uma operação financeira na qual se transformam fluxos financeiros oriundos de ativos ilíquidos em títulos mobiliários líquidos para colocação, venda e negociação no mercado de capitais. Essa operação de securitização é realizada por meio de uma entidade denominada Veículo de Propósito Específico (VPE), constituída somente para esse fim, e que adquire esses fluxos financeiros de uma empresa originadora, chamada cedente, e cujos fluxos financeiros se forem obtidos por meio de vendas à prazo ou prestação de serviços, chamam-se direitos creditório. O termo VPE é mais abrangente e pode incluir diversas formas de securitização praticadas tanto pelas SPEs (Sociedades de Propósito Específico), quanto pelas companhias securitizadoras, e mais recentemente pelos FIDCs (no caso brasileiro).

Freund (2013) destaca que essas operações acabam se constituindo com uma alternativa atrativa em três tipos de situações:

- i. para as empresas que ainda não possuem estrutura e nível de risco adequado para emitir debêntures ou notas promissórias e mesmo operar no mercado de capitais;
- ii. para as empresas de capital fechado, e que por esse motivo não podem operar no mercado de capitais;
- iii. e para as instituições financeiras, na medida em que, por meio da venda de seus créditos a receber, elas acabam melhorando seus indicadores financeiros e nível de exigência de capital conforme estabelecido nos Acordos de Basiléia II.

Segundo Freund (2013) o cenário de taxas de juros declinantes em 2012 fez também com que muitos fundos de pensão fossem atrás de rentabilidades mais atrativas para poder alcançar as metas atuariais das fundações, de modo que a demanda por FIDCs voltou a aumentar novamente. O autor indica que os FIDCs podem ser constituídos tanto como condomínios fechados, quando então os resgates das cotas só podem ocorrer no final do prazo de duração previsto na emissão do fundo, ou então como condomínios abertos, quando o resgate das cotas é permitido a qualquer tempo.

Freund (2013) indica três características importantes dos FIDCs:

- i. devem ter ao menos 50% do seu patrimônio líquido investidos em direitos creditórios;
- ii. dependem de registro na CVM;
- iii. ter suas cotas negociadas em bolsas de valores ou mercado de balcão organizado.

Para Freund (2013), a coobrigação do cedente dos direitos creditórios é uma garantia a mais para os investidores de cotas seniores em caso de default dos devedores. Desse modo, caso ocorra o default, a cedente é obrigada a trocar esses direitos aonde houver default por outros aonde a inadimplência não tenha ocorrido, isso a ordem do fundo.

Segundo Freund (2013), a rentabilidade-alvo das cotas seniores de um FIDC é determinada antes do anúncio da distribuição, sendo definida por meio de um spread aplicado sobre um benchmark (valor de referência). No caso dos FIDCs esse benchmark normalmente é a taxa dos CDIs ou até mesmo um índice de inflação (IGPM, IPCA), mas em casos bem menores. Se o fundo escolher o CDI como benchmark, haverá duas formas de se estabelecer esse spread: ou um percentual (mais de 100%) sobre o CDI ou então o CDI + uma margem adicional.

Além do benchmark, outro procedimento utilizado por alguns FIDCs é o chamado *bookbuilding*. Por meio deste procedimento, os investidores indicam ao fundo ou aos “agentes prospectantes” (agentes do fundo que fazem a prospecção de investidores) qual a quantidade de cotas que esses investidores estariam dispostos a adquirir por nível de spread, de tal sorte que é possível então construir uma curva de demanda, que por sua vez iria permitir ao fundo definir qual o spread que atenderia a necessidade de venda das cotas. Embora esse trabalho eleve o valor do custo da oferta, esse tipo de trabalho proporciona porém uma substancial redução na quantidade de ofertas subvalorizadas se comparada às ofertas com preço fixo (FREUND, 2013).

Além das cotas seniores e subordinadas, existem também as cotas mezanino. De acordo com Freund (2013), as cotas de um FIDC podem ter diferentes níveis de classe: cotas seniores, mezanino e subordinadas, e cuja diferença está no nível de prioridade conferida a cada uma delas em termos de resgate e amortização, sendo que as seniores são as de maior prioridade, seguidas das cotas mezanino, até que finalmente se chegue às cotas subordinadas.

Freund (2013) destaca que a emissão de um FIDC com cotas mezanino (ou intermediária) tem por objetivo proporcionar uma rentabilidade maior para investidores considerados com alta capacidade de obter informações e, portanto, com avaliação de risco mais precisa, mas que em caso de default dos devedores, acabam também por terem que suportar perdas decorrentes. O autor entende que a presença das cotas do tipo mezanino acaba por reduzir os spreads das cotas seniores, uma vez que se parte da premissa de que a emissão terá um melhor monitoramento por esses investidores.

Freund (2013) relaciona uma lista de ativos que podem se tornar direitos creditórios adquiridos pelos fundos:

- a) direitos oriundos de operações do agronegócio;
- b) créditos para pessoas físicas, nos quais se destacam os empréstimos consignados, o financiamento de veículos, os empréstimos educacionais, entre outros.
- c) créditos para pessoas jurídicas, que podem ser divididos em recebíveis comerciais, industriais e de serviços;
- d) créditos oriundos de royalties;
- e) créditos imobiliários;
- f) créditos oriundos de prestação de serviços públicos, nos quais se destacam os serviços de fornecimento de água, energia elétrica, gás, entre outros;
- g) créditos para compra de veículos para pessoas jurídicas.

Sobre a taxa de administração de um FIDC, Freund (2013) nos informa que esta é uma taxa paga pelo investidor tanto ao administrador quanto ao gestor do fundo, conforme esteja especificado no regulamento, e seu valor é proporcional ao montante investido. Seu pagamento é feito de modo mensal, sendo que é expressa em % a.a. A taxa de administração incide sobre o valor do patrimônio líquido e o valor das cotas também é calculado com base no valor do patrimônio líquido. Assim, normalmente os investidores que demandam maior *spread* normalmente são cobrados com maiores valores de taxas por parte dos administradores.

Como Freund (2013) nos alerta, que tem crescido a preocupação do Banco Central com relação à qualidade dos direitos creditórios utilizados como lastro. Embora as cotas subordinadas tenham demonstrado uma boa capacidade de absorver as perdas oriundas das inadimplências registradas, o problema também acaba recaindo sobre a questão da desvalorização das cotas em função dessas inadimplências verificadas. Isso tem afetado especialmente os fundos de pensão, que possuem estratégias de mais longo prazo. Tem se observado que algumas instituições financeiras têm utilizado direitos creditórios de forma problemática, o que obrigou o Banco Central a exigir maior documentação e mais detalhada a respeito desses direitos de creditórios, cujas informações deixavam de ser enviadas assim que os bancos cediam esses créditos, que não passavam mais a integrar a carteira de crédito dos bancos.

Para diminuir essas ocorrências, o Banco Central criou um Sistema Central de Cessões de Crédito, denominada de C3, e que inicialmente irá realizar a liquidação e a

custódia dos créditos cedidos entre os bancos nas modalidades de crédito consignado e de veículos, mas que posteriormente se planeja serem feitas também para outros tipos de crédito. O principal objetivo dessa câmara de compensação é evitar a cessão dos mesmos créditos em duplicidade, ou para mais de dois cessionários. Além do registro dos FIDCs na CVM, as cessões de créditos comprados pelo fundo devem ser registradas na C3, permitindo dessa forma que o Banco Central possa acompanhar essas operações de forma diária (FREUND, 2013).

No primeiro ensaio o autor utilizou um modelo de regressão linear e todos os pressupostos (distribuição normal dos erros, média zero do termo de erro, variância constante do termo de erro, e erros não correlacionados) foram considerados atendidos. No caso dos FIDCs na forma % CDI, o modelo inicial com quinze variáveis, restou um modelo reduzido com apenas, no qual o spread é obtido através das seguintes variáveis: rating AAA (sinal negativo), rating AA (sinal negativo), tamanho da tranche sênior, cotas mezanino, coobrigação, vida média (sinal negativo), taxa CDI alta (sinal negativo), e época de emissão recente. No caso do grupo CDI + %, os pressupostos de um modelo de regressão linear também foram atendidos. Porém, nesse modelo de FIDC, o modelo ficou reduzido a duas variáveis: *bookbuilding* (com coeficiente de sinal negativo) e época de emissão recente.

Ao examinar as emissões mais recentes (anteriores a 2013), Freund (2013), em termos de proporção, o autor encontrou os FIDCs com as seguintes características: rentabilidade-alvo na forma CDI+, spreads mais altos com taxas CDI over mais baixas, uso de cotas mezanino e predomínio de ratings AA e AAA. O autor também comenta a necessidade de ter incluído nos dois modelos a variável “época da emissão (recente)” em função dos desdobramentos da crise financeira mundial de 2008. O autor chama a atenção também para o fato de que para os FIDCs da forma CDI+, a ausência de significância das variáveis rating nos FIDCs da forma CDI +% pode ser explicada pela existência de poucas nesse grupo de CDIs. Portanto, ao final do ensaio, o pesquisador exorta aos futuros pesquisadores que retomem esse trabalho com um número de observações e o período de tempo que sejam grandes o suficiente.

No caso do segundo ensaio Freund (2013) objetivou construir um modelo capaz de apreçar os diferentes tipos de cotas que compõem um FIDC: seniores, mezanino e subordinadas, analisando em suas respectivas rentabilidades os efeitos das diversas características da emissão dessas cotas. O autor tomou por base três modelos bastante conhecidos na literatura acadêmica:

- i. O Modelo de Merton (1974);
- ii. O Modelo das Opções Compostas de Geske (1977 e 1979);
- iii. O Modelo Binomial de Cox, Ross e Rubenstein (1979).

Desses modelos, o Modelo Binomial foi o que apresentou mais vantagens, especialmente por considerar o fluxo de caixa real do fundo. O autor primeiro aferiu os resultados do Modelo Binomial para FIDC, comparando-os com os outros dois modelos (Merton e Geske), sendo que os resultados foram considerados satisfatórios. Em seguida o pesquisador utilizou o Modelo Binomial para o apuração dos FIDCs, avaliando os efeitos de diversos fatores nas rentabilidades dos diferentes tipos de cotas do fundo. O autor utilizou um FIDC com o perfil construído com base nos dados apresentados no ensaio 1. Os resultados foram os seguintes:

- a) Aumento dos valores a serem amortizados nas cotas seniores: beneficia os cotistas subordinados e tem influência positiva nas cotas seniores quando essas estiverem proporcionalmente baixas, tendo pouca influência quando a proporção for elevada. O autor identificou um efeito negativo sobre as cotas mezanino.
- b) A oferta de novas cotas mezanino ao longo da vida do FIDC: não significa mais proteção para os cotistas seniores, podendo até mesmo gerar aumento dos spreads para as seniores. Porém essas novas cotas mezanino acabam gerando um efeito positivo sobre as subordinadas, bem como efeitos imprevistos para a rentabilidade das cotas mezanino. Somente o aumento de mais cotas subordinadas é que geram efeitos positivos tanto para as cotas seniores quanto para as cotas mezanino, reduzindo os *spreads* para essas cotas.
- c) Aumento da taxa livre de risco: o aumento dos juros no mercado dependerá ou não da manutenção do custo de capital. Se o custo de capital se mantiver constante, o autor encontrou redução nos spreads para todos os tipos de cotas. Porém se houver um aumento proporcional do custo de capital, então os spreads oscilam para as cotas mezanino e se elevam para as cotas seniores e subordinadas.
- d) Aumento da volatilidade: acaba reduzindo os spreads das subordinadas, porém influenciam muito pouco os spreads das seniores, podendo ocorrer tanto elevação quanto redução. Esses resultados contrariam o efeito de redução dos spreads encontrados na literatura internacional. O autor sugere então considerar a taxa de default como tendo o mesmo papel que o pagamento de dividendos possui no Modelo de Merton.

- e) Aumento no prazo de duração do FIDC: esse aumento é feito por meio do prazo de carência para a amortização das cotas somente produz redução nos spreads das cotas subordinadas, havendo oscilação tanto para as cotas seniores quanto para as cotas mezanino. Porém, se esse aumento se der no prazo entre as amortizações sem alterar o prazo de duração do FIDC, o que se observa é um aumento dos spreads das cotas subordinadas, havendo, entretanto, novamente oscilação para os casos das cotas seniores e mezanino.

Finalmente no ensaio 3, Freund (2013) aplicou o modelo de apreçamento de FIDCs para dois casos reais de FIDCs, comparando os resultados do modelo com os valores contábeis e de mercado das cotas apresentados nas demonstrações financeiras do fundo. Nesses casos tivemos os seguintes resultados:

- a) No Chemical V FIDC – Indústria Petroquímica, o pesquisador escolheu esse fundo por possuir as três classes de cotas, possuir informações acessíveis, além de ter cotas seniores negociadas no mercado secundário. Porém, devido a baixa quantidade de negociação de cotas de FIDCs no mercado secundário brasileiro, a comparação só pôde ser realizada com os valores contábeis divulgados. Os resultados mostraram que os valores ficaram bem próximos entre si para todos os tipos de cotas, com diferenças inferiores a 3,5%, sendo que as que apresentaram valores mais próximos foram os valores das cotas seniores.
- b) No RB Capital Agree FII, um fundo de investimentos imobiliários de estrutura semelhante a um FIDC, o autor procurou fazer a comparação com os valores de mercado que não foi possível fazer no fundo anterior. Porém, esse fundo só possui cotas seniores e subordinadas. Comparados com os valores contábeis, os valores das cotas seniores se aproximaram, ficando um pouco abaixo quando as datas estavam antes da dedução da remuneração pagas às cotas. Já com relação aos valores de mercado, em algumas datas os valores ficaram idênticos, em outras um pouco abaixo. Ao longo de toda a duração do fundo, os valores das cotas seniores se apresentaram um pouco elevados. O autor atribui esse comportamento ao fato de que os preços de mercado são mais afetados pelas distribuições de rendimentos do que necessariamente pela qualidade dos ativos que compõe a carteira do fundo.

### 2.3.2 ESTUDO 02 - SILVA (2010): SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: UMA VISÃO SOBRE O MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDCS)

Silva (2010) analisou a viabilidade da captação de recursos no mercado de capitais brasileiro por parte dos diferentes agentes econômicos pela utilização de operações de securitização de ativos via FIDCs. O autor aborda a origem e a evolução desse tipo de operação tanto nos EUA quanto no Brasil. O autor também descreve como é estruturado um FIDC no que se refere aos participantes da operação, aos agentes econômicos bem como a legislação brasileira sobre tais fundos. No final o autor faz dois estudos de caso de benefícios trazidos pela utilização do FIDC, tanto para o caso de uma grande empresa, quanto para um caso que envolve uma média e/ou pequena empresa.

Assim como o autor anterior, Freund (2013), Silva (2010, p. 20) também começa seu trabalho sobre FIDCs definindo o que são operações de securitização de ativos (recebíveis):

[...] Operações financeiras em que créditos detidos por pessoas físicas ou jurídicas transformam-se em base (lastro) para emissão de valores mobiliários negociáveis no mercado de capitais, tais como: cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC) ou Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).

No caso específico desses dois tipos de securitização citadas acima pelo autor (FIDC e CRI), os créditos negociáveis nessas operações são originados pelos agentes econômicos por meio de suas atividades de fornecimento de produtos ou a prestação de serviços, e que passam a ser denominados de “originadores de créditos”. Já os detentores desses créditos e que cedem o recebimento dos mesmos mediante contratos de cessão para algum veículo de securitização (FIDC, CRI) são denominados de cedentes. Esses cedentes acabam sendo beneficiados na medida em que podem antecipar o recebimento desses créditos, conseguindo também transferir para tais veículos de securitização (FIDC, CRI) os riscos referentes ao atraso no pagamento ou à inadimplência (riscos da carteira de crédito do cedente), já que tais créditos ao serem cedidos, permitirão a emissão de valores mobiliários que serão subscritos por terceiros. Nesse contexto, existe a possibilidade também dos originadores já terem vendido seus créditos para terceiros (SILVA, 2010).

O autor destaca que além de reduzir os custos referentes à intermediação bancária, o uso da securitização de recebíveis (e em especial dos FIDCs) elimina os riscos da empresa tomadora de recursos, uma vez que o risco passa a recair sobre as empresas contra quem os tomadores de recursos detêm créditos para serem recebidos. O autor ressalta que um dos elementos que contribuem para o sucesso de um mercado de capitais está na sua capacidade

de diversificar os instrumentos de captação, dentre as quais se destacam as operações financeiras estruturadas de recebíveis. O autor destaca o surgimento do FIDC como um desses instrumentos de securitização de créditos, e que beneficiam não só as grandes empresas (ex: FIDC-NP do Sistema Petrobrás criado em novembro de 2007), bem como empresas médias e pequenas, (ex: FIDC Fornecedores Petrobrás e FIDC Fornecedores Petrobrás BR1, de março e dezembro de 2006, respectivamente), e que nesse segundo caso (médias e pequenas empresas) dificilmente conseguiriam captar grande volume de recursos no mercado de capitais via instrumentos tradicionais (SILVA, 2010).

O autor identifica a figura da VPE (Veículo de Propósito Específico) que faz o papel de agente neutro numa operação de securitização de recebíveis, cuja função básica é comprar os direitos creditórios que os cedentes (empresas titulares dos créditos) possuem contra terceiros (sacados dos títulos), de modo a tornar esses direitos creditórios em ativos-lastro para que a VPE possa emitir valores mobiliários a serem negociados no mercado de capitais (SILVA, 2010). No caso brasileiro, o autor classifica as VPEs em três categorias:

- i. as Sociedades de Propósito Específico (SPE): companhias abertas constituídas para uma operação de securitização específica;
- ii. companhias securitizadoras: que também são companhias abertas, mas que, porém, podem realizar diversas operações de securitização, dentro do que determina a Lei 9.514/97. De acordo com essa lei, as companhias securitizadoras foram criadas para impulsionar o mercado de créditos imobiliários, na medida em que tais companhias adquirem e compram créditos mobiliários, para posterior emissão dos CRIs ou Certificados de Recebíveis Imobiliários, a semelhança do que ocorre com os MBS norte-americanos.
- iii. os FIDCs ou Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, que não são sociedades anônimas como as SPEs, mas que podem negociar os mais diversos tipos de direitos creditórios, a semelhança do que ocorrem com os ABS norte-americanos. Por não serem sociedades anônimas, os FIDCs estão isentos da maioria dos impostos: PIS, Confins, IRPJ, CSSL, apresentando dessa forma uma grande vantagem com relação às SPEs, que não possuem essas isenções fiscais.

Em sua análise final, Silva (2010) conclui que as “operações de securitização via FIDC” são uma alternativa viável para as pequenas e médias empresas captarem recursos o mercado de capitais. O autor também identificou que grandes empresas também são usuárias

desse tipo de operação com o objetivo de elaborar estratégias para a formação de caixa nas quais estejam envolvidas empresas coligadas, controladas e controladoras.

O autor chegou às seguintes conclusões:

- a) As empresas de médio e pequeno porte não possuem estrutura suficiente para emitir títulos próprios para a captação de recursos sem que os investidores exijam altas taxas de retorno.
- b) Bancos de pequeno porte se beneficiaram com o surgimento dos FIDCs, como por exemplo, o Banco Bonsucesso.
- c) Pequenas e médias empresas também se beneficiaram com o surgimento dos FIDCs, e que normalmente levam os nomes de seus cedentes. Como exemplos, o autor cita: FIDC V1 Agro, FIDC Sabesp I, FIDC OMNI Veículos III, FIDC Satélite Mercantis, FIDC Matone Empréstimo a Servidores Federais, e FIDC NP Pólo Precatório Federal.
- d) No caso da participação das empresas pequenas e média, o autor observou a predominância dos fundos cujo tipo de direito creditório é classificado como “multiclasse”, ou seja, FIDCs que admitem diversas classes de ativo-lastro na participação de suas carteiras favorecem a participação de grupos menores como cedentes dos direitos creditórios.
- e) Já as grandes empresas que se utilizam dos FIDCs possuem diversos objetivos: tanto para elaborar estratégias de fluxo de caixa quanto para beneficiar parceiros comerciais (fornecedores). É cita como caso dos FIDCs utilizados pela Petrobrás, que desse modo procurou garantir também a continuidade dos suprimentos dos produtos e serviços.
- f) Para o pesquisador houve um processo natural de evolução das operações de securitização de recebíveis. O processo se iniciou com as SPE (Sociedades de Propósito Específico), evoluiu para as companhias securitizadoras (emissoras dos CRI) até finalmente se chegar à criação dos FIDCs. Esse processo de evolução foi impulsionado tanto pelas pequenas e médias empresas (acesso ao mercado de capitais) quanto pelas grandes empresas (estratégias de interesses).
- g) Embora o mercado de FIDCs tenha a capacidade de sobreviver a diferentes cenários econômicos, crises mundiais e nacionais que afetem os mercados de capitais e de crédito podem afetar negativamente as operações com esses fundos.
- h) O autor considera quatro motivos que ajudar explicar versatilidade dos FIDCs: possuem custos mais baixos quando comparados às SPEs; aceitação de grande variedade de direitos creditórios como lastro das cotas; a possibilidade de diferentes

graus de subordinação de suas cotas; adequação às diferentes demandas e cenários por poderem se constituir ou como condomínios abertos ou fechados de recursos.

- i) Dado o grande número de participantes na estrutura de um FIDC, para que todos sejam bem remunerados é necessário praticar uma taxa de desconto no momento de aquisição dos direitos creditórios que possa ser compatível com a soma de todas essas remunerações esperadas. O autor conclui que somente os FIDCs a partir de determinado tamanho de patrimônio líquido (PL) se tornarão interessantes para os investidores, pois conseguem honrar essas expectativas de remuneração.
- j) O autor conclui também que o mercado brasileiro de FIDCs ainda tem um grande espaço para crescimento, pois conseguem se adequar a diferentes cenários, algo que favorece a expansão. O autor cita o grande esforço da CVM em regular esse tipo de fundo através de constantes modificações nas normas. Outro exemplo está no fato do mercado de FIDCs ter resistido à crise de 2008 por dentre outros motivos ter proporcionado diferentes estratégias empresariais.
- k) O autor também enumera as deficiências desse mercado. A principal na baixa liquidez das cotas de FIDC nos mercados secundários, guardando estreita relação com outra deficiência: a necessidade de maior transparência na contabilidade e nas carteiras de recebíveis do fundo. Esses dois fatores têm impacto na terceira deficiência: a baixa participação de estrangeiros e pessoas físicas. A maioria dos investidores (80% na época da pesquisa) é formada por fundos e instituições financeiras.
- l) Porém, é na própria legislação que o autor as barreiras a evolução desse mercado no Brasil: a Instruções CVM 356 e 409, e que restringem a participação nesse mercado somente aos investidores qualificados (patrimônio maior de R\$ 300 mil). Há também a questão relativa à Lei 11.312/06 que isenta os investidores do IR sobre os títulos públicos, mas não sobre as cotas de FIDCs, tornando os primeiros em concorrentes naturais sobre os segundos.

### 2.3.3 ESTUDO 03 - LUXO (2007): O IMPACTO DA SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS NOS INDICADORES FINANCEIROS E NO BETA DAS EMPRESAS

A pesquisa de Luxo (2007) procura avaliar o impacto das operações de securitização de ativos sobre os indicadores financeiros, bem como o beta das empresas que utilizam tais operações no Brasil. Para atingir tal objetivo o autor aplicou modelos teóricos e realizou testes

empíricos que envolvem os conceitos relativos às Finanças Corporativas em combinação com elementos da Teoria das Carteiras.

Uma característica importante nas operações de securitização de ativos (também conhecidas como operações *off-balance*, ou fora do balanço) está relacionada com o destino contábil dos ativos securitizados. Segundo Luxo (2007), os recebíveis vendidos deixam de pertencer a companhia originadora, sendo baixados de sua contabilidade, e passam a pertencer à sociedade de propósito específico (SPE) no momento do pagamento à vista do instrumento de cessão de crédito. Portanto, tais recebíveis não guardam mais relação com a companhia originadora mesmo que essa venha a entrar em falência. O mesmo se pode dizer dos FIDCs, considerados nesse caso com uma forma de securitização de ativos.

A estrutura de securitização possui diversos participantes na sua configuração:

- a) A companhia originadora: que gerou os recebíveis ou é proprietária dos ativos que gerem um fluxo de caixa a ser vendido para uma sociedade de propósito específico que compra esse fluxo de caixa futuro da originadora.
- b) A Sociedade de Propósito Específico: criada com a finalidade de comprar esses recebíveis, e que são utilizados como lastro para a emissão de títulos e valores mobiliários (no caso dos FIDCs, as cotas dos fundos). A legislação brasileira permite a criação de dois tipos de SPEs: as companhias securitizadoras de crédito imobiliário (CSCIs) e as companhias securitizadoras de créditos financeiros (CSCFs): as primeiras fazem a distribuição de cotas junto aos investidores dos CRIs, já as segundas realizam a securitização de todos os outros créditos financeiros (empréstimos, financiamentos, arrendamento mercantil, etc.) através de operações financeiras estruturadas, mas sem as vantagens fiscais e padronização que surgiram após a criação dos FIDCs.
- c) Agente Fiduciário: conhecido como “*Trustee*” nas emissões de debêntures, o agente fiduciário é o responsável pela administração do processo de securitização, supervisionando a perfeita liquidação dos títulos na carteira (do fundo). Além disso, o agente fiduciário também: fiscaliza a constituição das garantias, intimando a originadora a reforça-las se for o caso; convoca as assembleias ordinárias e extraordinárias, presta informação aos investidores, e chega mesmo a renunciar a sua função caso surja um conflito de interesses com a originadora de recebíveis.
- d) Agência Classificadora de Risco: mais conhecida como agência de rating, trata-se de uma empresa independente especializada na emissão de rating, que por sua vez é definido como uma metodologia para classificar o risco de crédito que é feito sobre

governos, empresas fundos de investimentos, *Project Finance* e qualquer outra entidade que ofereça títulos de forma pública. Nesse rating são oferecidas informações relativas à segurança e às garantias tanto dos emissores quanto dos títulos propriamente ditos.

- e) Auditor Independente: podendo ser pessoa física ou jurídica, a auditoria é responsável pelo exame das demonstrações financeiras da companhia (nesse caso, ou SPE ou FIDC). Essa é uma atividade de exigência legal e o auditor ou empresa de auditoria precisam estar devidamente registrados na CVM (Comissão de Valores Mobiliários), autarquia federal responsável pela fiscalização do mercado de capitais no Brasil, bem como dos fundos de investimento. A auditoria deve ser realizada tanto na documentação da empresa originadora, quanto do agente fiduciário, e até mesmo os processos de cobrança (empresa de cobrança) e concessão de crédito (feito pela originadora).
- f) Investidor: são os compradores dos valores mobiliários emitidos (no caso, cotas dos FIDCs) e que normalmente devem estar enquadrados na condição de “investidor qualificado”. Pelas condições colocadas pela CVM, os investidores qualificados são normalmente representados pelos fundos de pensão públicos e privados, pelas *asset managements* (administradoras de fundos), seguradoras, bancos e *private banks*, ou mesmo por empresas superavitárias, com caixa disponível para aplicações (LUXO, 2007).

Conforme esclarece Luxo (2007) existe uma diferença importante entre uma operação de securitização de ativos que utilize uma SPE e a criação de um FIDC: não existem isenções tributárias para as SPE tal qual ocorre para um FIDC (PIS, Cofins, IRPJ, CSSL), ao contrário, uma considerável carga tributária recai sobre a SPE. Foi esse um dos grandes motivos que levaram o Conselho Monetário Nacional e a CVM a publicar a legislação referente aos FIDCs: criar uma fonte alternativa de captação de recursos, estimulando as empresas e bancos a operarem esses fundos, diminuindo desse modo a dependência do tradicional crédito bancário, bem como dos elevados custos tributários que implicam na criação de uma SPE.

Os FIDCs possuem vantagens tributárias em relação as operações de securitização de ativos existentes no Brasil (uso de SPEs), operações que eram mais intensamente utilizadas antes da criação dos FIDCs. Segundo Luxo (2007), a criação dos FIDCs pode ser considerada um marco que registra o fim dos obstáculos ao desenvolvimento pleno do mercado de

securitização no Brasil, pois além de ser uma alternativa de captação de recursos, os FIDCs podem ser utilizados tanto por empresas de capital aberto quanto por empresas de capital fechado, além do risco de crédito menor se comparados ao mercado de ações, tal é a estrutura existente de proteção das cotas seniores.

A cessão de crédito é um evento importante na constituição de um FIDC, sendo que no caso brasileiro essa sessão pode ser feita com ou sem coobrigação do cedente. No caso da operação de cessão do crédito ter cláusula de “coobrigação da cedente”, isso significará que o cedente se torna responsável perante o comprador dos recebíveis (cessionário) pelo pontual pagamento dos créditos cedido, independente do fato dos devedores originais (sacados dos recebíveis) tenham ou não liquidado suas obrigações. Isso é conhecido também como direito de regresso, pois se o devedor dos créditos não pagar, o cessionário irá devolver os direitos para a cedente. Normalmente esse tipo de coobrigação corre no caso de créditos de pessoas físicas, quando a tarefa de avaliar os riscos individualmente se torna mais difícil. Esse direito de regresso torna a taxa de juros da operação de cessão com coobrigação menor do que nas operações de cessão sem coobrigação, pois faz a inadimplência recair sobre o cedente (LUXO, 2007).

Já a cessão de crédito “sem coobrigação do cedente” é conhecida também como venda definitiva, pois não há o direito de regresso caso os créditos tornem-se inadimplentes. Isso é mais comum de ocorrer quando os créditos são originados por empresas (pessoas jurídicas), no qual é possível ao cessionário avaliar o tipo de risco de crédito envolvido na operação de cessão, quando os sacados são empresas (LUXO, 2007). Ainda conforme Luxo (2007), a coobrigação pode ser tanto solidária quanto subsidiária: no primeiro caso, o cessionário pode executar tanto o sacado quanto o cedente, indistintamente; já no segundo caso o sacado é executado primeiramente, e se a execução não for bem sucedida, aí é que se cobra o cedente.

Essa capacidade das cotas subordinadas em suportar as perdas está diretamente relacionada à possibilidade de *default* por parte dos cedentes dos direitos creditórios. Segundo Luxo (2007), *default* é um termo utilizado para se referir aos acontecimentos que afetam o cumprimento das obrigações por parte do devedor (ou do cedente, no caso dos FIDCs). Na língua portuguesa, *default* é usado no mundo corporativo e das finanças como sinônimo de inadimplência.

A constituição desses fundos de recebíveis garante o retorno do investidor cotista no seu vencimento na medida em que ocorre a segregação do risco do originador. Um caso

clássico citado por Luxo (2007) está no caso do FIDC da Parmalat, cujos cotistas foram protegidos pelo sistema de proteção e segregação de risco, mesmo com a empresa Parmalat (cedente) passando uma grave crise. Na constituição do FIDC Parmalat, os recebíveis vendidos eram performados, ou seja, surgidos a partir de vendas já realizadas. A agência Standard and Poors deu nota AAA (triplo A) para a emissão das cotas desse fundo. Houve então a descoberta de uma gigantesca fraude contábil na controladora italiana, cujos desdobramentos afetaram a filial no Brasil. Os pagamentos aos fornecedores chegaram a ser suspensos, afetando também os fornecedores de leite e, portanto, a própria produção de leite da empresa. Mesmo assim, o sistema de segurança dos recebíveis ainda foi considerado muito forte pela agência de rating, que manteve o triplo A.

Luxo (2007) indica que o termo rating significa índice, indicador, uma classificação que é realizada por meio de comparações. Uma das informações mais importantes que os investidores procuram extrair dos ratings é a probabilidade de *default* de uma empresa, ou seja, a probabilidade de tornar-se inadimplente (LUXO, 2007).

A origem dos direitos creditórios é bastante diversa como ressaltado por Luxo (2007), sendo que esse autor destaca 07 grandes grupos de atividades econômicas que geram direitos creditórios a serem adquiridos pelos fundos: financeiro, industrial, comercial, imobiliário (também presentes nos CRIs), arrendamento mercantil, prestação de serviços e até mesmo hipotecas (que no Brasil são mais negociadas pela indústria de fundos imobiliários). Os exemplos de recebíveis de direitos creditórios mais comuns nos fundos constituídos no Brasil no período que abrange essa pesquisa são os que seguem: CDC (crédito direto ao consumidor), financiamento de veículos, mensalidades escolares, créditos consignados, faturas de cartão de crédito, financiamentos imobiliários, recebíveis comerciais, empréstimos a pessoas jurídicas, compra e venda de energia, locações industriais.

Na estruturação de um FIDC cabe um papel importante para o trabalho executados pelas agências de classificação de risco. No caso brasileiro, o grande período inflacionário iniciado nos anos 50 e que durou até os anos 90 (com picos nos anos 80), bem como a economia fechada que caracterizou a economia brasileira entre 1930 e 1990 foram fatores que inibiram os investimentos, e por consequência, o interesse das agências de rating em estabelecer suas atividades no Brasil. Tais cenários anteriores ao período de estabilização econômica são descritos por meio das seguintes contribuições acadêmicas:

Reis (2007, p. 02):

Nas últimas duas décadas o desempenho da economia brasileira está longe daquela trajetória de crescimento acelerado das décadas de 50 a 70. Ao longo desse período de estagnação econômica, o Brasil enfrentou um grave processo inflacionário, chegando a uma hiperinflação no final dos anos 80, que limitou fortemente qualquer possibilidade de crescimento econômico duradouro, e ainda piorou a distribuição de renda pela corrosão dos salários, aumento do imposto inflacionário arrecadado pelos bancos e pelo governo, e favorecimento das classes ricas que aplicavam no mercado financeiro. Além disso, o país enfrentou restrições fiscais que resultaram na redução dos gastos públicos produtivos e dos investimentos privados em geral, principalmente os gastos em infraestrutura.

Garcia (1995, p. 61):

O reflexo dessas taxas inflacionárias excessivamente elevadas foram sentidos rapidamente no setor produtivo da economia: os consumidores perderam a noção de valor, as decisões de consumo foram deixando de ser iguais, em função dessa perda de percepção, o que acabou, também, gerando uma incerteza no mercado. Com isso, a tendência do setor privado foi de atuar de forma defensiva, não priorizando grandes investimentos e planos de expansão da capacidade de produção no longo prazo.

Sato (1998, p. 24):

Outro fato que contribuiu para formar a percepção dos muitos problemas gerados pelo protecionismo generalizado decorreu da experiência mal sucedida dos “choques” de estabilização. O Plano Cruzado, obteve grande sucesso nos primeiros meses mas rapidamente revelou-se incapaz de assegurar a estabilidade da moeda. Os planos que se seguiram também tiveram o mesmo destino: a redução abrupta das taxas de inflação era, invariavelmente, seguida de uma nova escalada dos preços. O fechamento da economia constituía um fator importante na inviabilização desses planos, uma vez que o mercado internacional, além de funcionar como regulador dos preços no longo prazo, no curto prazo serve como provedor da demanda adicional que eventualmente possa ocorrer nas economias nacionais. Mesmo o Plano Collor, que pretendeu evitar as pressões da demanda através do congelamento dos ativos financeiros, também teve eficácia muito curta, apenas confirmando a inviabilidade de qualquer plano econômico que não considere a economia do País como integrante de uma realidade global. Inegavelmente, o fato da economia brasileira ser hoje muito mais aberta tem sido um fator que tem contribuído bastante para a manutenção da estabilidade da moeda desde 1994.

Conforme Luxo (2007), primeira agência de classificação de risco no Brasil surgiu ainda no ano de 1993, quando nas vésperas do Plano Real foi ficando claro que o processo inflacionário poderia ser controlado com sucesso: nesse ano foi fundada a SR Rating, sendo essa a primeira agência de classificação de risco a operar no Brasil. A primeira operação de classificação de rating pela SR Rating ocorreu em 1994 quando classificou o risco das debêntures emitidas pela Mesbla Trust (sociedade de propósito específico), sendo essa considerada também a primeira operação de securitização realizada no Brasil.

Já no caso do rating que avalia a qualidade de pagamento, este utiliza uma notação apresentada de forma simples e que opina sobre a capacidade provável do devedor em pagar um determinado empréstimo. Para o credor, o rating informa o risco de default tanto do

crédito em si quanto da entidade. Luxo (2007) ressalta que o rating pode ser tanto do emissor, quando avalia a capacidade desse emissor em honrar seus compromissos, quanto do título em si, que nesse caso avalia apenas a capacidade do emissor em honrar esse título especificamente.

No trabalho de Luxo (2007), após introduzir os objetivos de sua pesquisa, o autor descreve em um capítulo como são as estruturas de securitização de ativos no Brasil. Porém, no capítulo seguinte o autor trata das metodologias de avaliação e rating realizadas sobre empresas brasileiras. Em seu trabalho, Luxo (2007) trata apenas das metodologias das três maiores agências de classificação de risco: Moody's, Fitch e Standard and Poors.

Porém, a parte que especificamente nos interessa no trabalho do pesquisador é o final do capítulo referente aos resultados obtidos, aonde o pesquisador analisa o comportamento do rating de crédito após a securitização dos ativos. Esse é um objetivo secundário na pesquisa do autor. Luxo (2007) observou em seus testes que a securitização de ativos tem efeito significativamente positivo nos indicadores das empresas, e por consequência, as empresas que utilizaram esse instrumento financeiro tiveram seus ratings elevados.

No final de sua pesquisa, o autor elenca evidências encontradas que permitem diferenciar as operações de securitização de ativos quando comparadas com os empréstimos bancários tradicionais e as emissões de títulos de dívida (debêntures no caso das empresas privadas). Luxo (2007) elenca as seguintes características:

- a) tanto as empresas da forma LTDA quanto da forma S.A. podem realizar securitizações de ativos;
- b) a oferta de crédito está diretamente relacionada à qualidade do crédito existente no contas a receber da empresa (dos originadores dos créditos);
- c) os prazos para as operações de securitização de ativos geralmente são superiores há três anos, portanto, de longo prazo;
- d) a estrutura montada pela securitização acaba por segregar o risco do originador dos créditos, que passará a ficar concentrado nos ativos (direitos creditórios), assim como no sobrecolateral que as empresas oferecem para o caso de ocorrer inadimplência;
- e) a operação estruturada possui custos elevados no início da operação (despesas de marketing, taxas de registro, comissões para estruturação e distribuição, etc.);
- f) o custo da emissão do título securitizado irá depender do rating recebido pelas agências de classificação de risco, bem como da estrutura da securitização;

- g) uma vez vendidos os recebíveis, há impactos positivos nos indicadores financeiros da empresa;
- h) a compra dos créditos depende dos investidores institucionais, de acordo com as regras do mercado de capitais brasileiro.

#### 2.3.4 ESTUDO 04 - TEIXEIRA (2006): AS CONDIÇÕES DE LIQUIDEZ NO MERCADO SECUNDÁRIO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

Teixeira (2006) estudou o mercado secundário para os FIDCs. O autor verificou as alternativas para aumentar o volume negociado das cotas de FIDCs no mercado secundário brasileiro ao analisar os fundos em operação no Brasil bem como da análise do mercado de securitização tanto na Europa quanto nos Estados Unidos. A metodologia usada no trabalho baseou-se em pesquisas bibliográficas. Primeiramente o autor trabalha os conceitos e teorias apresentados em investimentos financeiros: risco, retorno, correlação, diversificação, fundos de investimento. Em seguida o autor apresenta os FIDCs como alternativas de investimento interessantes, aonde são abordadas também: estruturação, distribuição e administração dos FIDCs. Finalmente o autor analisa o desenvolvimento do mercado secundário desses tipos de fundo no Brasil, dissertando também sobre potenciais investidores.

Já Teixeira (2006) enumera cinco vantagens que a criação de um FIDC proporciona:

- a) taxas menores que a dos empréstimos em prazos maiores, que acrescidas pelas garantias resultam numa classificação de risco do fundo superior ao da empresa originadora ou cedente dos créditos;
- b) permite que as pequenas empresas tenham acesso ao mercado de capitais, pois elas podem ceder seus direitos de crédito por custos bem menores do que os praticados pelas instituições que operam no mercado financeiro;
- c) benefícios fiscais;
- d) diversificação das fontes de recursos para as empresas, bem como a reestruturação de suas dívidas;
- e) viabilização de estratégias comerciais montadas pelas empresas.

O uso maior dos FIDCs por parte das empresas possibilita acesso ao crédito por parte das empresas mesmo em tempos de instabilidade econômica, quando o crédito bancário se

torna mais restritivo. O risco de crédito deixa de ser da empresa cedente e passa a ser dos seus clientes. Os lastros dos direitos creditórios podem ser os mais diversos: notas promissórias, contratos, CDCs, cheques, duplicatas, fluxos financeiros da arrecadação de serviços públicos, créditos consignados, financiamentos diversos. Todo ciclo produtivo acaba sendo beneficiado pelo aumento dos prazos para os pagamentos de bens e serviços entre a empresa originadora e seus clientes (TEIXEIRA, 2006).

Os direitos de créditos podem ser de duas naturezas: “performados” e “não performados”. Diz-se que um direito creditório é performado quando se originam nos processos de produção já concluídos de negociação de produtos e serviços, sendo normalmente entregues no ato da compra. Já os não performados são os direitos creditórios que ainda estão sendo produzidos pela cedente ou que ela irá produzir no futuro. No caso dos não performados existe a agregação de um risco adicional que não existe nos direitos creditórios performados: a capacidade de entrega do produtor por parte da originadora do produto ou serviço (TEIXEIRA, 2006).

Teixeira (2006) elenca quais são as instituições que são autorizadas pela legislação com poderes para administrar um FIDC: bancos comerciais, bancos múltiplos, bancos de investimento, a Caixa Econômica Federal, as sociedades de crédito, financiamento e investimento (SCFI), além das distribuidoras e corretoras de títulos e valores mobiliários. Nomeado um administrador, ele passa a responder civil e criminalmente por todos os atos relativos a gestão, supervisão, acompanhamento e prestação de informações relativas ao fundo.

Além disso, Teixeira (2006) indica em sua dissertação o fluxo operacional para a aquisição dos direitos creditórios. Após da distribuição das cotas do fundo é feita a sua integralização junto aos investidores qualificados, que de acordo com a ICVM precisa atender um desses sete requisitos no mínimo:

- i. ser instituição financeira;
- ii. ser companhia seguradora;
- iii. ser sociedade de capitalização;
- iv. ser entidade ou aberta de previdência complementar;
- v. ser pessoa física ou jurídica detentora de investimentos financeiros no valor superior a R\$ 300.000,00, atestando também sua condição de investidor qualificado por meio de termo próprio;

- vi. ser um fundo de investimento que opere exclusivamente com investidores qualificados (caso dos FICFIDC);
- vii. ou ser administrador de carteira ou consultor de valores mobiliários autorizados pela CVM, porém usando dos seus próprios recursos.

A empresa cedente faz a cessão do direito creditório e contabilmente debita da sua conta de “clientes a receber” ao mesmo tempo em que credita a cota “Bancos” e/ou “Caixa”, conforme tenha sido feita a venda do direito creditório. Porém, por se tratar de uma antecipação de recursos, haverá uma diferença financeira que será computada em “Despesas Financeiras”. Já o custodiante para efetuar a liquidação financeira da cessão de crédito irá debitar a conta corrente do fundo para poder realizar o pagamento da cedente. O valor considerado pelo administrador no fechamento do caixa do fundo será sempre o valor da negociação. O valor de negociação dos direitos creditórios é sempre o valor presente após o desconto feito utilizando-se a taxa de aquisição, conforme estabelecido no contrato da estruturação do produto. Se algum direito não se enquadrar nos critérios de elegibilidade, conforme regulamento, então são devolvidos novamente ao cedente, porém, podem ser novamente ofertados em cessões de crédito futuras (TEIXEIRA, 2006).

Outra atividade importante do custodiante são os serviços de cobrança bancária, controladoria e liquidação dos ativos da carteira do fundo. Embora as amortizações não possuam IRF, elas sofrerão a tributação do IOF de maneira regressiva (quanto maior o prazo, menor o IOF) se o resgate da aplicação ocorrer em até 30 dias após (TEIXEIRA, 2006).

Conforme indicou Teixeira (2006), quatro podem ser os motivos pelos quais o patrimônio de um FIDC pode ser diminuído:

- i. amortização das cotas do fundo;
- ii. resgate das cotas;
- iii. inadimplência dos créditos comprados pelo fundo;
- iv. despesas referentes às atividades internas do fundo: despesas governamentais, auditoria, gastos com as agências de rating, taxa de custódia dos títulos, taxa de administração do fundo, custos junto à CETIP e/ou SELIC, etc.

Normalmente nas carteiras dos fundos, os ativos financeiros são precificados conforme os critérios estabelecidos no regulamento, nos quais se destacam a “marcação à

mercado”. Porém, conforme salientou Teixeira (2006), falta de um mercado secundário evoluído prejudica esse critério de marcação à mercado.

De acordo com Teixeira (2006), tanto os conceitos de risco financeiro quanto de retorno financeiro estão associados de forma diretamente proporcional, de modo que quanto maior for a expectativa de retorno de um determinado investimento financeiro, maior será o risco desse mesmo investimento. A análise, porém, só fica completa quando se consideram os riscos associados a esse retorno. Teixeira (2006) define o risco de uma aplicação financeira como sendo a possibilidade do retorno desse ativo (aplicação financeira) sofrer um aumento ou uma redução não prevista, sendo que todo investimento está sempre sujeito a algum tipo de risco, seja ele de maior ou de menor intensidade. O mesmo autor cita seis riscos possíveis aos quais as aplicações financeiras estão expostas:

- i. Risco de Mercado: são os riscos associados às oscilações do nível de atividade econômica em maior ou menor grau, tanto nacional quanto internacional, e que estão também relacionados às variações de juros, câmbio, preços, bem como outras notícias relevantes para o Mercado.
- ii. Risco de Liquidez: esse risco está associado ao comprometimento da liquidez de um determinado ativo, quando faltam compradores e vendedores, e que, portanto, dificultam a conversão desse mesmo ativo em dinheiro.
- iii. Risco de Crédito: quando o emissor do ativo financeiro não honra o pagamento tanto do principal investido quanto dos juros a ele associado.
- iv. Risco de Volatilidade (de preço): esse risco está associado a possibilidade de brusca oscilação associado ao preço do ativo financeiro, sendo que quanto maior for a oscilação, maior será o risco.
- v. Risco de Câmbio: semelhante ao risco de volatilidade, porém restrito ao preço do valor da moeda associada ao ativo financeiro. Pode impactar tanto diretamente ao investimento financeiro (que tiver a moeda estrangeira como base), quanto indiretamente (quando a moeda estrangeira é referência de preço para diversos ativos da economia como um todo).
- vi. Risco de Interferência Governamental: quando órgãos reguladores (exemplo: CVM, BACEN, CMN) realizam interferências nos mercados que causem oscilações nos preços dos ativos ou prejudiquem as negociações.

Teixeira (2006) destaca que existem quatro mecanismos com os quais é possível realizar o controle dos riscos dos investimentos financeiros:

- i. o uso do *VAR (Value at Risk)*, que é definido como o valor máximo de perdas que uma determinada carteira de ativos poderá experimentar em determinado período a uma determinada probabilidade, mas isso em condições normais de mercado.
- ii. a criação de um *STOP LOSS* (limite de perdas) que cria uma barreira para as perdas, nas quais se procura evitar perdas maiores que as pré-estabelecidas, a partir das quais o administrado se desfaz das posições investidas.
- iii. a realização de um *STRESS TEST* (teste de Stress), no qual um hipotético cenário macroeconômico é criado para se medir o nível de perdas a que se poderia chegar (também conhecido como Cenário de Stress).
- iv. E, finalmente, o *BACK TEST* (teste do passado), no qual se procura simular a eficiência do modelo aplicado no comportamento histórico de um determinado ativo para avaliar o seu rendimento caso esse ativo tivesse sido adquirido no período histórico considerado.

Teixeira (2006) indica que o mercado secundário para os FIDCs no Brasil caracteriza-se por baixa liquidez e aponta quatro razões para isso:

- i. a concorrência exercida pelos títulos públicos;
- ii. as deficiências de muitos FIDCs em atender as necessidades dos títulos públicos;
- iii. a menor abrangência do público de investidores;
- iv. as limitações de regulamentação.

O autor conclui que a indústria de FIDCs é muito semelhante à indústria de debêntures no Brasil, já que a maioria dos fundos normalmente é constituída na forma de condomínios fechados, havendo pagamentos de amortizações periodicamente, bem como o vencimento das cotas seniores ocorrerem entre 3 a 5 anos (TEIXEIRA, 2006).

Dos quatro motivos evidenciados acima, Teixeira (2006) indica que a maior causa da baixa liquidez das cotas no mercado secundário está na concorrência das taxas praticadas pelos títulos públicos federais, que acabam por prejudicar a demanda por outros tipos de títulos de renda fixa. Além disso, o autor indica que os FIDCs não atendem ainda as necessidades de investimento de diversos tipos de investidores em potencial para esse tipo de fundo. O pesquisador aponta três razões para isso:

- i. O primeiro é que as cotas dos FIDCs não são marcadas a mercado (sem atualização diária do valor), acarretando dessa forma um lucro ou prejuízo para os investidores. Para que isso possa ser reparado, é necessária a contabilização das cotas a preços

negociados no mercado. Um bom exemplo de marcação a mercado é sugerido pelo autor como sendo a que é praticada no Sistema Nacional de Debêntures.

- ii. A segunda razão é a falta de produtos que atendam o perfil de investimento dos potenciais investidores. Como exemplo o autor cita dos FICFIDC, ou os fundos de investimentos em cotas de FIDCs que são obrigados a manter 95% do seu patrimônio investido em cotas não têm necessidade no recebimento de amortizações periódicas, pois eles podem investir recursos por longos prazos. Essas amortizações para esses investidores significam o mesmo que um resgate indesejável de um ativo cuja rentabilidade pode estar indo muito bem. Além disso, os pagamentos periódicos não estão isentos de IR, aumentando desse modo a carga fiscal. O autor sugere que sejam ofertados diversos títulos com garantias reais, títulos em que o cupom seja separado, cotas mezanino e títulos com base em outras moedas, exemplos esses que ocorrem no mercado americano. O autor cita o caso também dos investidores individuais que não podem adquirir cotas de FIDCs por não serem investidores qualificados.
- iii. A terceira razão indicada pelo autor pode ser encontrada na falta de padronização dos documentos utilizados na distribuição das cotas dos FIDCs, que por sua vez prejudicam a análise a ser feita pelos investidores no mercado primário desses fundos, prejudicando o entendimento da operação de securitização representada pelo FIDC e sua posterior aquisição no mercado secundário.

Finalmente Teixeira (2006) faz algumas sugestões para aumentar a liquidez no mercado secundário de FIDC com base nos estudos feitos por quatro entidades interessadas no desenvolvimento desse mercado: a ANBID, a ANDIMA (que fundidas formam a atual ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais), a Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA) e a Bolsa de Valores de São Paulo (na época dessa pesquisa, a BOVESPA e a BM&F ainda não eram fundidas). Essas sugestões baseiam-se em estudos feitos sobre o mercado de debêntures:

- a) acompanhamento do ativo pelo distribuidor (confeção de relatórios);
- b) contratação de um *market maker* para realizar os cálculos de marcação a mercado;
- c) venda pulverizada;
- d) melhorias na regulamentação, na medida em que os adquirentes de cotas no mercado secundário não são obrigados a assinar a documentação de adesão aos termos do fundo e, portanto, acabam aplicando em um produto em que eles desconhecem os potenciais riscos. Há também uma divergência de interpretação no mento da distribuição das

cotas do fundo, quando existem dúvidas se a instrução normativa a ser seguida é a ICVM 356, específica para FIDCs ou a ICVM 400 que trata da distribuição de valores mobiliários de um modo geral, cujas exigências de cumprimento têm sido feitas também pela CVM.

### 2.3.5 ESTUDO 05 - FAVERO JR (2014): SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS E A TRANSFERÊNCIA DE RISCO – EVIDÊNCIAS DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Favero Jr. (2014) ressalta o quanto a securitização de ativos tem se tornado um importante instrumento de captação de recursos. O pesquisador destaca que a utilização da securitização de ativos reduz os custos de captação, além de isolar os ativos transferidos para a Entidade de Propósito Específico (EPE) e oferecer mecanismos de reforço de crédito. Esses mecanismos de reforço de crédito ainda provocam controvérsias contábeis no que se refere ao reconhecimento e divulgação nas demonstrações financeiras dos entes envolvidos na estrutura montada para a securitização.

Usando modelos estatísticos de regressão de dados em painel, Favero Jr. (2014) faz a avaliação do patrimônio líquido dos cedentes com o objetivo de examinar se os participantes do mercado de capitais tratam dos ativos e passivos da EPE como se fossem da cedente. Além disso, o autor avalia também se o nível de interesse subordinado retido fica refletido nessa avaliação que os participantes do mercado fazem sobre a operação de securitização. Favero Jr. (2014) utilizou uma amostra de FIDCs operacionais entre 2002 e 2012 e cujos cedentes sejam companhias listadas na BMF&BOVESPA.

Basicamente o cedente origina os ativos financeiros oriundos de suas operações comerciais, industriais e financeiras, transferindo-os posteriormente para a Entidade de Propósito Específico (denominada pelo autor de EPE). Essa entidade por sua vez emite títulos lastreados no fluxo de caixa desses ativos financeiros para serem adquiridos pelos investidores nos mercados financeiros e de capitais. A transferência dos ativos financeiros para a EPE objetiva apartar o risco da cedente, criando desse modo uma estrutura de segregação de risco, que juntamente com a qualidade dos ativos transferidos e o reforço de crédito que o cedente oferece (denominado de *credit enhancement*) acabam influenciando o custo dessa modalidade de financiamento (FAVERO JR., 2014).

Favero Jr. (2014) esclarece uma das questões contábeis fundamentais referentes à securitização de ativos é estabelecer em que momento se faz a baixa do ativo das demonstrações de uma entidade e se reconhece nas demonstrações da outra entidade participante da estrutura do FIDC. Segundo Favero Jr (2014), são diversas as motivações encontradas na literatura acadêmica que levam uma empresa a realizar uma operação de securitização de ativos:

- a) a transferência de risco;
- b) redução do custo de captação;
- c) transformação da qualidade creditícia dos ativos.

Favero Jr (2014) em sua dissertação concluiu que embora essas operações sejam contabilmente consolidadas nas demonstrações financeira da cedente, o mercado (investidores) não trata os ativos e passivos da sociedade de propósito específico como se fossem da cedente. Logo, o nível de subordinação (que em tese diminui o risco da operação) dessas operações de securitização não influenciam as avaliações feitas pelo mercado.

Nesse caso o autor reconhece que o principal critério utilizado baseia-se na transferência substancial de risco e benefícios relacionados aos ativos financeiros (também conhecidos como *true sale* econômico). O autor entende que a maioria das pesquisas acadêmicas considera a percepção de mercado da extensão da transferência de risco que a securitização proporciona como fundamental para se determinar se a operação é equivalente a uma venda ou a um empréstimo garantido.

Favero Jr. (2014) utiliza o Modelo de Feltham-Ohlson (modelo de avaliação de empresas) para verificar se os ativos e passivos dos FIDCs estão relacionados com o valor de mercado do cedente. Os resultados da pesquisa indicam a ausência de correlação entre os valores dos ativos e passivos dos FIDC com o valor de mercado da cedente. Desse modo o autor conclui que os agentes de mercado interpretam essas operações de securitização de ativos como se fosse uma venda. Favero Jr. (2014) entende que dada uma situação de equilíbrio e considerando que o nível de interesse subordinado representa um custo para o cedente, como o objetivo do cedente é reduzir os custos de captação via nota de grau de investimento (rating), os ativos menos arriscados requerem menor grau de subordinação, ao passo que ativos mais arriscados, um nível de subordinação maior.

Foi observado que a maioria dos dispositivos de garantia implícita (dispositivos contratuais de exposição) na estrutura do FIDC faz com que o risco se transponha para além

do interesse subordinado retido, ou seja, um nível de retenção do risco através do nível de subordinação. Após analisar diversos dispositivos indicados nos prospectos de regulamentos dos fundos, Favero Jr. (2014) deduz uma eventual não transferência de risco, o que vai contra um dos objetivos da criação de um FIDC. Uma das explicações do autor é que o mercado não veja os ativos e passivos como se fossem economicamente da cedente. Não se espera que o nível de subordinação seja totalmente afetado: espera-se que haja outros riscos que imporão uma exposição. Outra possibilidade levantada por Favero Jr. (2014) é que a transferência dos ativos que geram benefícios econômicos é interpretada pelos participantes do mercado como se nem todo o passivo captado será visto como passivo do cedente.

Favero Jr. (2014) atribui essas divergências entre o resultado de sua pesquisa com os resultados de outras pesquisas acadêmicas às peculiaridades regulatórias e institucionais do mercado brasileiro de FIDCs quando comparado ao mercado norte-americano: alta regulação, muito conservador na originação de créditos e a inexistência de produtos exóticos. Essas características do mercado brasileiro o tornam mais imune em termos de perda às crises internacionais, como foi o caso da Crise do *Subprime* de 2008. A alta taxa de juros praticada no Brasil também é apontada como um dos motivos da divergência de resultados, pois estimula os participantes levar a operação até o vencimento para que ela se torne a mais rentável possível. Finalmente, o autor da pesquisa conclui que os participantes do mercado não precificam ativos e passivos como se fossem da cedente, porém a norma contábil os têm conduzido a uma situação de conservadorismo, na medida em que implica na manutenção do ativo transferido, bem como o reconhecimento do passivo pelo valor do caixa recebido pela cedente.

## 2.4 AGÊNCIAS DE RATING

Embora no Brasil operem ao todo sete agências de rating até o momento (2015), essa pesquisa irá avaliar mais detalhadamente as três maiores agências que operam em escala global: a Fitch Ratings, a Moody's Investor e a Standard and Poor's. Essas maiores agências são consideradas pela SEC como sendo *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO), uma classificação estabelecida pela SEC EM 1975. Além dessas três, outras quatro agências de médio porte operam no Brasil: a Austin Rating, a LF Rating, a SR Rating e a Liberum Ratings.

## 2.4.1 DEFINIÇÕES

De acordo com Assaf Neto, Corrar e Brito (2009, p. 29):

Os sistemas de classificação de risco atribuem uma medida que representa a expectativa de uma medida que representa a expectativa de risco de default associado ao tomador. Essa medida, chamada de rating, pode ser expressa na forma de uma letra e/ou número, dentro de uma escala previamente estabelecida.

Securato (2012) considera que o rating reflete a capacidade futura do tomador de empréstimo (tanto em termos de capacidade jurídica quanto de vontade) em efetuar o pagamento (principal mais juros) conforme acordado em contrato. As agências de classificação de risco são entidades especializadas na emissão de ratings tanto de empresas quanto de instrumentos de dívida para o mercado ou para a empresa contratante. No Brasil nós temos atualmente sete principais agências de rating autorizadas a funcionar: a Moody's, a Fitch, a Standard and Poors, a LF Rating, a SR Rating, a Austin Rating e a Liberum Ratings.

Essas agências procuram ter por princípios a independência, a objetividade, a credibilidade e a liberdade de avaliação para seus trabalhos executados sobre qualidade do crédito e sobre as emissões de dívidas (STANDARD AND POOR'S, 2015b). Os ratings nesses casos podem ser de curto ou longo prazo, com relação ao tempo; e locais ou globais conforme a abrangência da instituição analisada e o mercado aonde tais créditos são negociados. Quanto ao objeto dos ratings, as agências de classificação de risco podem emitir ratings que avaliam a qualidade do crédito e/ou a capacidade de pagamento de uma determinada entidade.

O rating de crédito pode ser elaborado tanto por uma determinada área de uma instituição (rating interno de uma determinada empresa), quanto por uma entidade independente à instituição que demanda o rating (rating externo de uma determinada empresa). Quando o rating é feito sobre a qualidade do crédito de um governo nacional, ele é denominado “crédito soberano ou rating soberano”, sendo que o denominado “risco-país” também é incorporado ao rating que é feito sobre as empresas desse determinado país. Quando o rating é feito para avaliar a capacidade de pagamento de uma empresa emitente de dívida, ele é denominado rating corporativo ou empresarial (BONE, 2006).

Já White (2010) considera que o propósito das agências de classificação de risco é a de “furar a neblina” que envolve o ambiente de assimetria de informação ao oferecer ao mercado “julgamentos”, ou melhor, opiniões sobre a qualidade do crédito dos títulos que são emitidos pelas corporações, pelo governo federal dos EUA, pelos governos estaduais norte-

americanos, pelos governos soberanos que emitem títulos no exterior, bem como das dívidas imobiliárias securitizadas.

Pelo quadro abaixo, pode-se distinguir quais são as características de um rating de crédito e quais representam outras naturezas de documentos:

#### QUADRO 07 – CARACTERÍSTICAS DE UM RATING

O QUE É UM RATING	O QUE NÃO É UM RATING
Indicador de Risco	Não é Indicador de Retorno
Avaliação do Instrumento de Dívida	Não é uma opinião estanke no tempo
Opinião sobre a qualidade de crédito	Não é um Relatório de Auditoria
Informa sobre a capacidade de cumprimento de uma dívida	Não é uma recomendação de compra / venda / manutenção da posição
Auxilia na descoberta do preço	Não é um informativo para acionistas

Fonte: Adaptado de Luxo (2007)

Em termos de transparência e divulgação, os ratings emitidos pelas agências de classificação de risco proporcionam uma informação comparativa ao padronizarem as notas, pois podem ser mais facilmente interpretadas. Essas notações são feitas sobre o emitente (risco da obrigação) ou sobre o instrumento de dívida. Damodaran (2004) ressalta que o risco de inadimplência (*default*) de uma empresa é função de duas variáveis: a capacidade da empresa em gerar fluxos de caixa em suas operações e as obrigações onerosas da empresa, ou seja, aquelas obrigações que envolvem o pagamento do principal e dos juros. Essas duas variáveis são inversas, ou seja, quanto maior for a geração de fluxo de caixa em relação às obrigações onerosas, menor será o risco da empresa se tornar inadimplente. Para o público em geral, o rating representa uma informação relevante e que permite avaliar o risco, e dessa forma, realizar o chamado “*trade off*” do risco (escolher o almejado retorno mediante a informação relevante do risco).

Por meio do rating é possível reduzir a assimetria de informação em diversos mercados (a existente entre investidores institucionais e individuais). Permite também aos investidores avaliar as diversas opções de investimentos existentes, aumentando a confiança dos mesmos, permitindo uma decisão mais rápida. Esse tipo de informação padronizada e de fácil acesso ajuda a diminuir o custo tanto de emitentes quanto dos credores (VIANA, 2011).

Ainda Viana (2011) considera que para o mercado de crédito o rating contribui para a formação dos preços na medida em que proporciona com uma avaliação e classificação do risco. As políticas de investimento podem ser formuladas com mais sustentação, pois é possível precificar o risco e elaborar uma curva de taxa de juros (referente também aos

vencimentos). A “descoberta do preço” ajuda a disciplinar o crédito na medida em que permite a adequação do risco e do retorno (*trade off*).

Além de reduzir a assimetria da informação e disciplinar o mercado de crédito, os ratings também oferecem aos investidores as diversas alternativas de investimento. Por meio dos ratings é possível aumentar o financiamento da economia por meio da oferta de capital de risco. O rating torna o público investidor mais amplo, mostrando as diferentes categorias de capital de risco, bem como a avaliação dessas diferentes categorias. Os ratings facilitam a captação por parte dos fundos (como intermediários), contribuindo para o desenvolvimento do mercado financeiro, que passa a contar uma maior eficiência, estabilidade e mesmo regulação (VIANA, 2011).

#### 2.4.2 HISTÓRICO

A atividade de classificação de investimentos teve início nos Estados Unidos no ano de 1900 quando John Moody fundou a Moody's Investors Service, cuja empresa na época classificou o risco de crédito em mais de 250 ferrovias. Porém, a agência que mais tarde viria a ser a Standard and Poor's, uma das três grandes agências globais de classificação de risco, tivera o seu início já em 1860 como uma empresa que prestava serviços de pesquisa, publicando as informações financeiras de interesse para os investidores.

De acordo com White (2010), a história dos relatórios de ratings para títulos inicia-se em 1909 quando John Moody publica o primeiro relatório de ratings sobre emissões de empresas ferroviárias. O exemplo de Moody inspirou o surgimento de outras agências semelhantes como a Poor's em 1916, a Standard Statistics em 1922 (a partir da empresa de pesquisa que existia desde 1860) e a Fitch em 1924. Enquanto que a Poor's e a Standard se fundiram em 1941 formando a Standard and Poor's e que em 1966 foi comprada pela McGraw Hill (porém preservando o nome da agência), a Poor's foi comprada pela Dun & Bradstreet em 1962, até que em 2000 foi desmembrada como uma empresa separada. Já a Fitch se fundiu em 1997 com a franco-britânica IBCA.

O autor ressalta que por volta de 1997, após um grande crescimento do mercado americano de títulos hipotecários de alto risco (*subprime*), os emissores desses títulos ficaram enormemente dependentes dos ratings de crédito fornecidos por essas três grandes (e maiores) agências de risco, de modo que um rating favorável emitido por uma dessas três agências passou a ser fator crítico para o sucesso da colocação dessas emissões baseadas nessas

hipotecas de alto risco. Porém, em 2006 os preços dos imóveis norte-americanos começaram a declinar, os títulos emitidos sobre as hipotecas desses imóveis declinaram rapidamente provocando uma crise no mercado desses títulos nos EUA e que rapidamente contaminaram o sistema financeiro global (WHITE, 2010).

A seguir será abordado como cada uma das três grandes agências de rating produz e classifica seus diferentes tipos de ratings.

### 2.4.3 FITCH RATINGS

A Fitch Ratings faz parte de uma das três maiores agências de classificação de risco, juntamente com a Moody's e a Standard and Poor's. A instituição opera em mais de 30 países, fazendo parte do Fitch Group. Esse grupo, além da Fitch Ratings, possui também outras instituições correlatas: a Fitch Solutions, a BMI Research e a Fitch Learning.

#### 2.4.3.1 Critérios e limitações

Além dos ratings, agência emite também dois importantes documentos de acompanhamentos dos ratings denominados de Perspectivas e Observações. A agência emite sete tipos de relatórios para os seus clientes (investidores):

- i. **Press Release:** aonde a agência faz comunicados, comentários e divulga informações sobre ratings e o mercado;
- ii. **Relatório Sintético:** feito sobre o emissor, aonde se destacam o perfil de crédito, os dados financeiros e os pontos mais importantes que fundamentam o rating emitido pela agência;
- iii. **Relatório Analítico:** um relatório mais completo sobre o emissor, aonde além do perfil de crédito, dos dados financeiros e dos fundamentos do rating, encontra-se também o perfil do emissor e o seu setor de atuação;
- iv. **Relatório de Pré-Distribuição:** é feito sobre uma determinada emissão, aonde são descritos a estrutura da emissão e os pontos que embasam o rating. Por ser elaborado antes da emissão, o rating nesse caso é conhecido como rating de emissão. Posteriormente, o rating final irá depender de como se comportará o fechamento das transações ocorridas após a distribuição;

- v. **Metodologia:** esse relatório destaca os pontos importantes que são utilizados para a análise do setor tanto do emissor quanto do produto (operação financeira, fundo, certificado, etc.);
- vi. **Relatório Especial:** feito sobre os assuntos que preocupam a Fitch, bem como apresentando a visão da agência a respeito.
- vii. **Relatório Setorial:** é um relatório elaborado especificamente sobre os setores da economia (comportamento do setor) e também um relatório trimestral específico sobre o Sistema Financeiro Nacional.

A agência informa que suas metodologias e critérios são avaliados e atualizados periodicamente. Os prognósticos da agência podem ser elaborados sobre três bases:

- i. projeções não públicas recebidas;
- ii. fases de ciclos de setores econômicos ou da economia de um modo geral;
- iii. desempenho histórico.

O único risco tratado pelos ratings da Fitch é de crédito. Para a agência, esses ratings são apenas opiniões sobre a qualidade relativa do crédito, jamais podendo ser consideradas como sendo previsões sobre probabilidades de inadimplência de um emissor específico ou probabilidade de default de uma determinada operação financeira. A Fitch utiliza informações de documentos públicos ou não, mas que são fornecidas tanto pelos emissores quanto pelos participantes do mercado (FITCH RATINGS, 2015).

Para manter um determinado rating a agência precisa continuar tendo acesso a essas informações de acordo com os padrões metodológicos e critérios adotados. Essas informações são fornecidas tanto pelos emissores quanto de fontes que a agência considera confiável. Além disso, a agência realiza um trabalho de verificação das informações e o alcance da comprovação dessa verificação por terceiros, que por sua vez dependem do acesso dos documentos relativos às seguintes informações:

- a) natureza e emissor do título;
- b) exigências e práticas relativas ao título e ao local de domicílio do emissor;
- c) a natureza e disponibilidade da informação pública relevante;
- d) do acesso que a agência pode ter aos gerentes e aos conselheiros da entidade;
- e) da possibilidade de verificação dos documentos de terceiros (relatórios de auditoria, opiniões jurídicas, cartas de procedimento, relatórios e avaliações atuariais e de engenharia, ente outros);

- f) das fontes de verificação competentes disponíveis;
- g) das fontes interdependentes relativas ao título ou ao emissor.

Embora haja o trabalho de comprovação dos fatos, a atribuição do rating não pode ser vista como garantia de exatidão, integridade ou pontualidade: o rating poderá não ser apropriado se a informação for deturpada ou enganosa. Além disso, os ratings podem perfeitamente ser afetados por eventos futuros e situações não previstas até o momento em que o mesmo foi divulgado. A agência garante não possuir relacionamento fiduciário com qualquer emissor ou qualquer outro ente que participe do título ou entidade objeto do rating, não oferecendo também a qualquer das partes envolvidas consultoria financeira, auditoria, contábil, jurídica, atuariais ou avaliação de valores (FITCH RATINGS, 2015).

Por outro lado, os ratings podem ser colocados em observação ou então terem perspectivas atribuídas, permitindo nova qualificação e alteração do rating, bem como modificação e retirada de perspectivas, sejam elas negativas ou positivas.

Os ratings da Fitch Ratings são divididos em cinco grandes grupos:

- i. Finanças Públicas: soberanos e multinacionais;
- ii. Corporate: empresas e emissões;
- iii. Instituições Financeiras: bancos, seguradoras, financeiras e leasings, securitizadoras e companhias hipotecárias, gestoras de recursos e fundos de investimentos;
- iv. Finanças Estruturadas: CRIs, Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), FIDCs, os *services* dessas operações financeiras e os emissores desses fundos e certificados;
- v. Infraestrutura e *Project Finance*: emissões nacionais e globais.

Além disso, a agência realiza monitoramentos sobre as operações objeto das securitizações: crédito direto ao consumidor, recebíveis comerciais, fluxo futuro de recebíveis, recebíveis mobiliários residenciais e comerciais, obrigações colateralizadas por dívidas e empréstimos (CDO e CLO), além do financiamento de veículos e construções.

#### 2.4.3.2 Metodologias utilizadas

No site da Fitch Ratings (2015) é possível encontrar os tipos de metodologias utilizados pela agência para realizar esse trabalho no caso brasileiro. Em função dos cinco

grandes grupos de ratings com as quais a Fitch trabalha, as metodologias utilizadas pela Fitch Ratings ser agrupadas de forma mais ou menos semelhante:

- a) Metodologia para instituições financeiras.
- b) Metodologia para seguradoras.
- c) Metodologia para gestores de recursos (gestores de fundos de investimento).
- d) Metodologia para finanças estruturadas (securitizações de ativos).
- e) Metodologia para finanças corporativas e para infraestrutura & *project finance*;
- f) Metodologia para entes soberanos e subnacionais (e que serão vistos no próximo item).

Além disso, existem outras metodologias secundárias que são utilizadas subsidiariamente dentro dos grupos acima citados, conforme o tipo de instituição e sua operacionalidade:

- a) Para as Finanças Corporativas:
  - Corporações
  - Infraestrutura & *Project Finance* globais
  - Empresas de energia globais
- b) Instituições Financeiras:
  - Bancos
  - Obrigações Hipotecárias
  - Instituições Financeiras não bancárias
  - Administradoras de ativos e fundos: *asset management* e administradoras de fundos.
  - Seguradoras
  - REITs, sigla de *Real Estate Investment Trust*, que são empresas proprietárias ou financiadoras de imóveis que produzem renda de aluguel (REIT.com, 2015).
  - Instituições financeiras que negociam valores imobiliários (*Securities Firms*): corretoras e distribuidoras de câmbio, títulos e valores mobiliários.
- c) Finanças Públicas:
  - Entes soberanos
  - Finanças públicas internacionais
  - Entes supranacionais

- Finanças públicas norte-americanas
- d) Finanças Estruturadas:
- *Asset-Backed Securities* (a versão norte-americana dos FIDCs, só que mais antiga em termos de criação e mais abrangente em termos de ativos);
    - Crédito Estruturado;
    - Hipotecas comerciais;
    - Hipotecas residenciais;
    - Risco para o grupo de uma ABS (securitização de ativos)
    - Risco para o grupo de uma CMBS (securitização de hipotecas comerciais)
    - Risco para o grupo de uma RMBS (securitização de hipotecas residenciais)

#### 2.4.3.3 Ratings para governos e setor público da Fitch

Dentre os ratings feitos sobre entes soberanos ou parcialmente soberanos (países, estados, municípios, etc.), tem crescido a cobertura dos ratings feitas sobre governos locais (municípios, estados, províncias, regiões), bem como sobre entidades públicas (empresas de saneamento, educação, transporte público, educação, hospitais, etc.) e não governamentais. A Fitch, por exemplo, efetua o rating de mais de 3.000 emissores soberanos, bem como mais de 28 mil emissões feitas por entidades públicas e não governamentais. Na América Latina essa cobertura já atingiu amplamente o México e a Colômbia, porém, segue essa expansão rumo a outros países do continente.

Os ratings para governos regionais (estados e municípios) normalmente são feitos para dar uma opinião independente sobre a capacidade desses entes em pagar suas dívidas de forma integral e sem atrasos, não podendo ser confundida como auditoria ou recomendação de compra ou venda de títulos públicos. Esse trabalho é considerado relevante pelo mercado, pois agrega mais transparência de informações, ajuda a criar *benchmark* para os governos, gerando também uma diferenciação útil para comparar o grande número de governos regionais existentes. Além disso, proporciona atração de investimentos para essas regiões conforme o desempenho dos governos ao longo do tempo, proporcionando um marketing muito mais eficiente do que as custosas propagandas contratadas junto às empresas de publicidade.

A Fitch utiliza duas metodologias principais para avaliar os entes nacionais e subnacionais:

- i. critérios de ratings para compatibilidade Tributária;
- ii. critérios de ratings para adequabilidade das Receitas.

E duas metodologias secundárias:

- i. Metodologia Global de Ratings para Governos Locais e Regionais (fora dos Estados Unidos);
- ii. rating para instrumentos de dívidas específicas de entes subnacionais.

Além disso, a agência também produz relatórios periódicos a partir sobre as finanças públicas (caso brasileiro) e que também são levados em conta juntamente com as metodologias anteriormente citadas:

- a) marco institucional dos estados e municípios brasileiros;
- b) retomada do crédito a subnacionais no Brasil;
- c) Sistema Previdenciário no Brasil – Desafios para Subnacionais.

#### 2.4.4 STANDARD AND POOR'S

A Standard and Poor's é uma divisão do grupo financeiro Mc Graw Hill que faz publicações sobre pesquisas e análises de emissões e bolsas de valores. O grupo financeiro da Mc Graw Hill é dividido em três segmentos: a S&P Capital IQ, a S&P Down Jones Indices e a Standard and Poor's Ratings Service, sendo essa última uma das agências contempladas nessa pesquisa. No caso da agência de rating, existem 26 escritórios operacionais no mundo todo.

##### *2.4.4.1 Critérios e atributos dos ratings*

A Standard and Poor's possui critérios de ratings divididos em grupos de modo muito semelhante ao visto no caso da Fitch Ratings. Conforme Standard and Poor's (2011), quando analisamos os critérios utilizados para a emissão de ratings encontramos um critério geral utilizado pela Standard and Poors e outros seis específicos:

- i. Critério Geral
- ii. Critérios para Corporações
- iii. Critérios para Instituições Financeiras

- iv. Critérios para Seguros
- v. Crédito de Operações Estruturadas
- vi. Critérios para Governos
- vii. Critérios para Fundos

Esses critérios são constantemente discutidos por meio da publicação documentos que a agência emite tanto para os seus analistas quanto para os seus clientes, que podem também fazer comentários que são analisados e podem ser levados em conta em futuras revisões de critérios.

Seguem os principais atributos dos ratings de crédito elaborados pela Standard and Poors:

- a) Classificação da qualidade de crédito: vista como fenômeno multidimensional, a probabilidade de default é considerada a dimensão mais relevante da qualidade de crédito, pela qual são avaliados emissores e obrigações.
- b) Probabilidade de default: são enfatizadas as probabilidades absolutas de default, na qual são combinadas “testes de estresse” com as diferentes categorias de ratings consideradas pela agência. Além disso, essas combinações irão expressar então, aumento ou queda nas ocorrências de default em todas as categorias em função das condições econômicas.
- c) Fatores secundários: e finalmente, como dimensões secundárias da qualidade de crédito, tem-se a prioridade de pagamento, a recuperação e a estabilidade do crédito. Porém a agência destaca que a ênfase principal será sempre a classificação relativa em qualquer período de estudo.

Há, no entanto, duas observações que devem ser destacadas:

- i. para os ratings mais elevados tanto para emissores quanto para emissões, as análises são feitas para horizontes temporais mais longos;
- ii. embora as recuperações sejam consideradas como fatores secundários, o rating não tem por objetivo servir como indicador de perda esperada.

#### 2.4.4.2 Relatórios

No caso da Standard and Poors (2015a), para o Brasil e a América Latina a agência de rating emite seus relatórios de rating que são classificados dentro de quatro grandes grupos:

- i. Ratings de crédito de emissor
- ii. Ratings de capacidade financeira
- iii. Operações estruturadas em mercados emergentes
- iv. Ratings de fundos de investimentos – Brasil

Além disso, essa agência mantém também uma classificação de práticas de gestão de recursos de terceiros: a *Asset Management Practices* (AMP).

No grupo de operações estruturadas, os relatórios produzidos pela agência a disposição de seus clientes são os seguintes:

- a) Relatórios sobre as operações ABS (FIDCs no padrão norte-americana)
- b) Relatórios sobre operações de crédito estruturado
- c) Relatórios sobre operações CMBS (securitizações de hipotecas comerciais)
- d) Relatórios sobre operações RMBS (securitizações de hipotecas residenciais)
- e) Relatórios sobre FIDCs (para o caso brasileiro somente)
- f) Relatórios sobre os Project Finance
- g) Relatórios sobre LOC (*Letter of Credit*)

Cabe aqui uma pequena explicação do que vem a ser uma LOC (HUNTINGTON, 2015):

Uma letra de crédito é um compromisso geralmente emitido por um banco, usado para garantir o pagamento do principal e dos juros sobre dívidas emitidas. A LOC é utilizada se o emissor for incapaz de honrar o pagamento do principal e dos juros nos respectivos dias de vencimento.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup>A Letter of Credit (LOC) is a commitment, usually issued by a bank, used to guarantee the payment of principal and interest on debt issues. The LOC is drawn if the issuer is unable to make the principal and/or interest payments on a timely basis.

#### 2.4.4.3 Ratings para operações financeiras estruturadas

Para os fundos e produtos financeiros, os relatórios emitidos pela Standard and Poors (2015c) seguem a REGRA 17 G-7 emanadas da SEC, a comissão de valores mobiliários dos Estados Unidos. Dentro dos parâmetros dessa regra (aplicadas não só na América Latina, mas também a nível global) os relatórios de rating são elaborados para as seguintes operações ou fundos:

- a) ABS: *Asset-Backed Securities*, ou seja, rating para a versão norte-americana dos nossos FIDCs, porém são mais antigos em termos de criação na linha do tempo. Esses ativos são ativos de diversas naturezas, que vão de empréstimos bancários a empréstimos estudantis (*ABS – Private Student Loan*).
- b) ABCP: *Asset-Backed Commercial Paper*, ou seja, rating para securitização cujos recebíveis são comercial papers.
- c) CDO: *Collateralized Debt Obligation*, ou seja, rating de operações aonde são negociados os juros e principal de empréstimos feitos com garantias.
- d) CLO: *Collateralized Loan Obligation*, ou seja, rating de operações específicas de CDO, aonde os juros e principais negociados são de empréstimos (*loans*).
- e) CMBS: *Commercial Mortgage-Backed Securities*, ou seja, ratings feitos sobre operações de securitização nas quais os ativos securitizados são hipotecas comerciais.
- f) RMBS: *Residential Mortgage-Backed Securities*, ou seja, ratings emitidos sobre operações de securitização nas quais os ativos securitizados são hipotecas residências.
- g) PF: *Public Finances*, ou seja, ratings sobre operações de finanças públicas.
- h) USPF: *US Public Finances*, ou seja, ratings sobre operações de finanças públicas norte-americanas.

#### 2.4.5 MOODY'S INVESTOR

A Moody's é agência de classificação de risco que além de fornecer ratings de crédito, também realiza análise de crédito e pesquisas. A agência tem como clientes 120 países, 11.000 empresas, 21.000 entidades públicas e 72.000 emissões de finanças estruturadas (entre elas os FIDCs no Brasil e as ABS nos Estados Unidos). A agência é subsidiária da Moody's Corporation, com ações da Bolsa de Valores de Nova York. A corporação toda possui 10.400 empregados a nível global.

#### 2.4.5.1 Definições e princípios básicos

Segundo a agência, o sistema de rating para valores mobiliários foi criado em 1909 por John Moody, o fundador da agência. O objetivo dele ao criar o rating era tão somente criar para o investidor um sistema simples de gradação, pela qual seria possível aferir uma solvência relativa futura de valores mobiliários.

De acordo com a Moody's Investor Services (2015a), um rating contratado pode não ser emitido ou então um determinado rating pode ser retirado devido às seguintes circunstâncias:

- a) quando um questionário da agência para a empresa cliente não tiver sido aceito ou respondido;
- b) quando a emissão ou o emissor do título pertencer a um tipo de valor mobiliário ou entidade sobre as quais não existe política de classificação de rating;
- c) faltam dados essenciais relativos à emissão ou ao emissor;
- d) a emissão for feita de modo privado, não público, razão pela qual o rating não é publicado pela Moody's.

Além disso, a Moody's considera que a qualidade do crédito tanto dos emissores quanto de suas emissões não é necessariamente fixa ao longo do tempo, podendo sofrer alterações por conta das variações na posição relativa intrínseca dos emissores e suas obrigações. A mudança no rating indica que a agência observa uma alteração na capacidade de pagamento tanto do emissor quanto no título em si, ou que o rating de distribuição não refletiu de modo eficiente a qualidade de crédito tanto do título. Porém, ressalta que essas alterações ocorrem com mais frequências nos ratings mais baixos do que nos ratings mais altos. Cabe ao titular estar sempre verificando os relatórios de observações em busca das tendências de alteração que podem estar em curso.

A agência destaca a natureza subjetiva dos ratings, bem como o fato de que julgamentos de crédito à longo prazo envolvem particularidades únicas como diferentes governos de países, diferentes atividades industriais e diferentes emissores de valores mobiliários, não permitindo que se estabeleça uma fórmula metodológica para se chegar aos ratings de atividades tão diversas. Desse modo, a Moody's procura usar uma abordagem multidisciplinar ou universal para fazer a análise de risco. Dentro dessa abordagem, a agência procura chegar ao entendimento de todos os pontos de vista e fatores de risco considerados relevantes para a análise de risco.

A partir dessas premissas, a agência reúne um grupo de diferentes profissionais especializados em risco de crédito para analisar esses fatores mediante cenários distintos para se chegar a conclusão de qual rating espelha melhor a situação do emissor ou da emissão. Esse processo de raciocínio, entretanto, é guiado por vários princípios apresentados a seguir:

- a) Ênfase no qualitativo: embora as informações quantitativas seja parte integral dos trabalhos elaborados pela agência, a análise abrangente feita pelos analistas da agência sobre cada emissor ou emissão possui um peso até maior nas decisões a respeito dos ratings. Isso porque a agência se esforça por possuir uma excelente equipe de analistas de crédito imparciais, experiente e bem informados.
- b) Foco no longo prazo: como regra de ouro, a Moody's está sempre vendo o próximo ciclo econômico ou mais além. Isso porque a agência sempre visa medir o risco de longo prazo, verificando a capacidade do cumprimento dos pagamentos das dívidas no longo prazo. Sendo assim a agência dá grande atenção para as estratégias de gestão utilizadas pelo emissor, bem como as tendências regulatórias do país onde a operação está sendo realizada. A agência sabe separar maus desempenhos em negócios do curto prazo, preferindo crer que o emissor irá se recuperar no longo prazo.
- c) Consistência global: a agência procura comparar seus ratings emitidos com os ratings e opiniões pelos mercados a nível global, incorporando também diversas verificações e balanços. A agência leva em consideração o pressuposto de que os ratings de emissores e emissões devem ter como teto máximo o rating soberano do país aonde tais emissões se realizam. A elaboração dos ratings conta com a participação de diretores, especialistas nas diversas indústrias globais e analistas com outras perspectivas regionais.
- d) Nível e previsibilidade de fluxo de caixa: a principal ênfase da Moody's Investor Services (2015b) ao elaborar um rating e avaliar o nível de risco que ameace o pagamento integral da dívida em sem atrasos de qualquer natureza. Para que isso ocorra é fundamental que o emitente tenha capacidade de gerar fluxo de caixa futuro para fazer frente aos compromissos relativos ao título emitido. A agência então parte para a identificação de todos os fatores que possam inibir o fluxo de caixa futuro. Além disso, analisa-se a capacidade do emitente em responder favoravelmente num ambiente de incerteza. Desse modo, quanto mais previsível for o fluxo de caixa futuro, e quanto maior se constituir a reserva com liquidez para ajudar a suportar os pagamentos, maior será o rating.

- e) Razoabilidade dos cenários adversos: na elaboração de um determinado rating, os comitês de rating da Moody's examinam diversos cenários, permitindo que o rating do emissor/emissão tenha incorporado diversos cenários econômicos possíveis, e desse modo, indiquem a capacidade do emissor de cumprir suas obrigações em cenários econômicos adversos, dadas as circunstâncias particulares de cada emissor.
- f) Nível de transparência das práticas contábeis: a Moody's não privilegia nenhum sistema contábil em particular, porém, lida com diferentes sistemas contábeis adotados ao nível internacional. No exame que é feito sobre os dados financeiros, a agência dá especial atenção sobre a realidade econômica das transações, além de avaliar como as diferentes convenções contábeis podem ou não influenciar os verdadeiros valores econômicos. Desse modo, é muito mais importante a capacidade relativa de um determinado ativo em gerar caixa do que o valor a ele referido no balanço.

Além desses seis princípios, a análise específica de cada setor considera que um mesmo fator de risco possa ter um peso diferente dependendo do setor analisado. A Moody's Investor divide a produção de seus ratings podem ser classificados conforme o segmento de mercado, o tipo de relatório e quanto ao tipo de pesquisa, o que será visto nos próximos tópicos.

#### *2.4.5.2 Ratings por segmentos de mercado*

- a) Empresas (corporativos): ratings para empresas comerciais, industriais e de serviços em todo o mundo, tanto na condição de emissores de títulos quanto na situação de capacidade de pagamento.
- b) Instituições Financeiras: ratings para bancos comerciais, bancos múltiplos, bancos de investimento, corretoras, distribuidoras, sociedades de crédito, financiamento, etc.
- c) Operações estruturadas: ratings para operações de finanças estruturadas, tais como as operações de securitização (no caso brasileiro: FDICs, CRIs, SPEs, etc.).
- d) Gestão de Investimentos: rating emitido sobre as gestoras de fundos de investimento.
- e) Infraestrutura e *Project Finance*: rating emitido para projetos de infraestrutura, industriais, de transportes, de agronegócio dentre outros, cujo financiamento é de longo prazo.

Conforme Borges (2002, p. 01-02), *Project Finance* pode ser definido como:

Project finance é uma forma de engenharia/colaboração financeira sustentada contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, servindo como garantia à referida colaboração os ativos desse projeto a serem adquiridos e os valores recebíveis ao longo do projeto.

Sobre os riscos da operação o autor prossegue:

Os contratos de project finance, como veremos adiante, são baseados na análise e quantificação dos riscos envolvidos, cujo objetivo básico é o de prever qualquer variação no fluxo de caixa do projeto, minimizando os riscos através de obrigações contratuais. Trata-se de uma modalidade de apoio mais comum a projetos de grande porte, normalmente para o setor de infraestrutura, tais como usinas, estradas, projetos de saneamento básico e outros.

Finalmente sobre os investidores do Projeto: “Para os investidores ou patrocinadores, o *project finance* ainda oferece o atrativo do modelo *non-recourse*, que limita sua responsabilidade aos capitais aportados, sem direito de regresso”.

Quanto aos ratings por entes públicos, temos:

- a) Soberano e Supranacional: ratings de países e de zonas de moeda única (ex: Euro).
- b) Subsoberano: ratings de regiões, estados, províncias, municípios e outros governos regionais.
- c) Finanças públicas nos EUA: ratings específicos para as entidades do setor público norte-americana, incluindo as universidades públicas.

#### 2.4.5.3 Tipos de relatórios de ratings

A Moody's emite três tipos de relatórios:

- i. Relatórios sobre Emissores (de títulos)
- ii. Relatórios sobre Indústrias e setores
- iii. Relatórios sobre Mercado de Capitais

A agência também elabora documentos econômicos e estatísticos a semelhança do que são produzidos pelos institutos de pesquisa: pesquisas econômicas, dados estatísticos, metodologias para elaboração dos ratings, bem como análises de ratings e defaults.

Além dos relatórios de ratings, a Moody's emite outros tipos de documentos elaborados para suportar as análises e decisões dos investidores:

- a) comentários sobre o mercado;
- b) comentários sobre o setor;
- c) pontos de vista;
- d) relatórios especiais sobre agentes de cobrança;
- e) relatórios especiais sobre fundos de hedge;
- f) outros relatórios especiais

#### 2.4.6 METODOLOGIAS DOS RATINGS

De acordo com Assaf Neto, Corrar e Brito (2009), os sistemas de classificação de risco se baseiam em variáveis tanto quantitativas quanto qualitativas. As primeiras são de natureza financeira e econômica, e suas informações são normalmente extraídas das demonstrações contábeis fornecidas (e publicadas) pela empresa. Já as variáveis qualitativas envolvem fatores de difícil mensuração, como, por exemplo, a qualidade dos controles internos de uma empresa ou a competência (capacidade) de seus administradores. Além desses fatores intrínsecos à empresa, os sistemas de classificação de risco incluem também variáveis associadas também ao segmento econômico da qual a empresa faz parte, e mesmo informações sobre o país onde a empresa está atuando.

Segundo Luxo (2007), o *rating* ou nota de crédito se baseia principalmente nos seguintes aspectos:

- a) processos pelos quais a originadora concede crédito;
- b) controles internos (conhecidos como *compliance*);
- c) capacidade dos sistemas informatizados;
- d) fluxo de recebíveis;
- e) nível histórico de inadimplência;
- f) sistemas de cobrança dos recebíveis;
- g) garantias e sobre-colaterais (*over-collateral*);
- h) segregação dos contratos nos fluxos de recebíveis.

Segundo Frazão Soares (2005), cada agência de classificação de risco possui sua própria metodologia a partir da qual é gerada uma escala de ratings. Embora as metodologias não sejam iguais, elas possuem notas semelhantes em termos de combinação de letras, algarismos e sinais. Já Machado (2005) nos informa que os ratings são expressos por códigos

ou conjunto de letras. Cada código por sua vez representa um grupo de características de crédito semelhantes, que por sua vez são semelhantes também quando se comparam os códigos utilizados pelas diversas agências, como pode ser visto pela Tabela 01, extraída da Wikipédia.

Assaf Neto, Corrar e Brito (2009) que nos sistemas de classificação de risco utilizados pelas tanto pelas agências de classificação quanto pelas instituições financeiras (em suas análises de crédito), os ratings são revistos periodicamente. Essas revisões ou por um período previamente estabelecido (trimestral, anual, etc.) ou quando um fato relevante surgir e que tenha força de alterar a qualidade do crédito da empresa. Esses fatos ou informações relevantes, por sua vez, podem ser:

- a) específicos, quando a empresa publica novos dados contábeis e financeiros, por exemplo;
- b) ou podem ser informações que estejam associadas ao cenário macroeconômico, como por exemplo, alterações nos juros e no câmbio do país onde a empresa está inserida, ou onde possua seus principais mercados.

No caso das instituições financeiras, essas utilizam sistemas próprios de classificação de risco para avaliar o risco dos tomadores de crédito, além de monitorarem o risco de suas carteiras de crédito, estabelecendo assim das condições contratuais das operações de crédito concedidas. Quanto maior for o risco do tomador, pior será o rating e, portanto, as condições de concessão de crédito serão mais restritivas em seus diversos aspectos: volume, prazo, juros, garantias exigidas, *convenants*. No caso das carteiras de crédito das instituições financeiras, a avaliação ocorre no conjunto de todos os tomadores de crédito num determinado período de tempo. Se nesse período, houver um número maior de migrações para as classes de risco inferiores (*downgrades*) do que de migrações para as classes superiores de risco (*upgrades*), a carteira será considerada em deterioração.

De acordo com um levantamento feito por Freund (2013), as avaliações das cotas seniores para distribuição são feitas mediante a notação “A”, sendo que “AAA” corresponde a melhor avaliação. Em seguida vem um duplo A com sinal positivo, ou seja, AA+. Depois, um duplo A neutro, sem sinal: AA. A menor nota do duplo A é feita com um sinal negativo: AA-. Depois dos duplos As é que vem a seguinte sequência: A positivo (A+), A neutro (A) e A negativo (A-). Essas são, portanto, as 7 primeiras notas usadas para emissão de FIDCs e são utilizadas por cinco das principais agências de rating que operam no Brasil: S&P, Fitch, Austin, LF e SR.

Apenas a Moody's adota uma nomenclatura ligeiramente modificada: o triplo A é representado por um A maiúsculo seguindo por dois “a” minúsculos. Já o A maiúsculo dos duplos “A” é acompanhado por um a minúsculo acompanhado pelos números 1, 2 e 3 conforme vai descendo a escala: Aa1, Aa2 e Aa3. Finalmente os “A” simples são também acompanhados por esses números, mas sem a presença do “a” minúsculo: A1, A2 e A3. As notas B para baixo não classificam as cotas seniores, sendo normalmente utilizadas para as cotas subordinadas (mezanino ou não), havendo até mesmo o uso da nota C. Na página da Wikipédia foi possível encontrar a seguinte tabela de comparação das três maiores agências de classificação a nível global:

**QUADRO 08 – NOTAÇÕES DE RATINGS DAS PRINCIPAIS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO**

Moody's		S&P		Fitch				
Longo prazo	Curto prazo	Longo prazo	Curto prazo	Longo prazo	Curto prazo			
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Prime		
Aa1		AA+		AA+		Grau elevado		
Aa2		AA		AA				
Aa3		AA-	AA-					
A1		A+	A-1	A+	F1	Grau médio elevado		
A2	P-2	A	A-2	A	F2	Grau médio baixo		
A3		A-		A-				
Baa1		BBB+	A-3	BBB+	F3			
Baa2	P-3	BBB	B	BBB	B	Grau de não-investimento especulativo		
Baa3		BBB-		BBB-				
Ba1	Not prime	BB+		B		BB+	B	Altamente especulativo
Ba2		BB				BB		
Ba3		BB-				BB-		
B1		B+	B+	C	C	Risco substancial		
B2		B	B			Extremamente especulativo		
B3	B-	B-	Em moratória com uma pequena expectativa de recuperação					
Caa1	Not prime	CCC+	C	CCC	C	Em moratória		
Caa2		CCC						
Caa3		CCC-						
Ca		CC						
C		C						
/	Not prime	D	/	DDD	/			
/		D	/	DD	/			
/				D				

Fonte: Wikipédia ([2016]).

A classificação de um crédito se inicia com base em um conjunto de informações e parâmetros selecionados anteriormente, a partir dos quais se tentará identificar em qual das categorias de risco de crédito o cliente está inserido. Esse cliente pode ser tanto um cliente ativo, quanto um cliente em potencial, no caso de um fundo que ainda esteja na fase de estruturação para posterior distribuição. O grau de risco é obtido a partir de uma qualificação dos indicadores associados às informações que forem objeto de análise de modo puramente qualitativo (nota representada por letras). Esse grau de risco indicado de modo qualitativo indicará com que grau de severidade a empresa ou o título em análise deverão ser tratados tanto no que se refere ao limite de crédito (no caso das empresas) quanto no caso da aprovação de uma determinada operação (no caso dos títulos emitidos ou a serem emitidos).

Ainda segundo Assaf Neto, Corrar e Brito (2009, p. 31):

Os sistemas de classificação de risco também permitem que seja obtida a frequência de default ou taxa de mortalidade de cada classe de risco (rating) ao longo de um determinado período de tempo. A taxa de mortalidade de uma classe de risco pode ser utilizada como estimativa da probabilidade de default de um novam empresa que seja classificada com esse rating.

Das teorias sobre finanças aplicam-se os conceitos relativos a risco e retorno: quanto menor a capacidade de cumprimento de uma empresa em honrar os seus compromissos, maiores serão os juros exigidos pelos credores. E vice-versa. Desse modo, munidos das análises proporcionadas pelos ratings, os investidores podem fazer a adequação do *trade-off* entre risco e retorno. Porém podemos considerar também a questão temporal nessa análise risco-retorno: uma determinada dívida pode requerer maiores juros no curto prazo, mas apresentar juros menores no longo prazo, o que indica que os investidores e credores acreditam na reestruturação de determinada dívida no longo prazo.

No processo de elaboração de rating são feitas diversas análises quantitativas, qualitativas e jurídicas. A análise quantitativa baseia-se em informações públicas, feita sobre os relatórios financeiros da empresa. Já a análise qualitativa é feita sobre vários quesitos: relações trabalhistas, crescimento esperado, vulnerabilidades, qualidade da gestão e competitividade (FRAZÃO SOARES, 2005).

Especificamente sobre o caso dos ratings soberanos elaborados para governos regionais (estados e municípios) são levados em consideração os seguintes fatores:

- a) arcabouço institucional (legislação e marco regulatório);
- b) o perfil socioeconômico da região;
- c) o desempenho financeiro do governo local;

- d) as finanças públicas (dívida, liquidez, contingências, passivos);
- e) as políticas de governança e administração pública.

Assim como nos outros tipos de rating, os fatores analisados são de ordem quantitativa e qualitativa. No primeiro caso temos os fatores socioeconômicos (renda, demografia, emprego) e os dados extraídos dos demonstrativos (desempenho, dívidas, receitas, despesas, líquides, passivos), bem como alguns dados que não estão presentes nos demonstrativos financeiros (riscos indiretos, contingências, riscos de empresas que não são dependentes da administração local). No segundo caso temos basicamente os fatores institucionais (organização, reponsabilidades, estrutura regulatória, estrutura legal), embora existam também informações que não se encontram nos demonstrativos financeiros governamentais (políticas de governança e controles governamentais).

De todos os fatores citados acima, uma atenção especial é dada à estrutura institucional, aonde são avaliados as relações intergovernamentais, ou seja, quais são os impactos das decisões do governo central (no caso do Brasil, o Governo Federal) no que se refere às políticas e legislação sobre os governos locais (estados e municípios). São analisadas as responsabilidades de cada ente federativo, os esquemas de financiamento do governo central para os governos locais, como é operada a equalização no que se refere à arrecadação e distribuição dos tributos, os requisitos de informação e controle e as regras de prudência. Essa avaliação acontece de modo dinâmico, levando em consideração que as mudanças regulatórias e de legislação que ocorrem ao longo do tempo. No caso de Fitch Rating, além do rating, a agência publica também relatórios conclusivos com temas específicos referentes aos governos locais: contabilidade, controle, financiamento, regulação prudência e repartição de responsabilidades.

A Estrutura Institucional pode ser vista como o resultado de três grandes grupos:

- i. a parte relativa ao financiamento, que envolve a transparência, os mecanismos de equalização e a estabilidade financeira da estrutura;
- ii. a parte relativa ao controle, que envolve as normas prudenciais, as auditorias e controles existentes, os procedimentos reparatórios e a qualidade e transparência dos relatórios;
- iii. a parte relativa à política e ao ambiente institucional propriamente dito, e que envolvem as responsabilidades, o ambiente político, o grau de centralização/descentralização, o equilíbrio fiscal e sua flexibilidade.

Além do ambiente institucional, os riscos de crédito também são considerados importantíssimos na elaboração do rating desses governos locais. Esses riscos de crédito podem ser vistos como de baixa urgência ou alta urgência, bem como tendo impactos favoráveis, como impactos não favoráveis. Como impacto favorável e de alta urgência temos a capacidade de recuperação econômica da região, e como de baixa urgência a melhor gestão financeira e a redução do serviço da dívida. Já como impacto desfavorável e de alta urgência temos ao aumento do endividamento para investimento em infraestrutura e setores prioritários, e de baixa urgência a desoneração fiscal e o crescente gasto com pessoal (FITCH RATINGS, 2015).

#### 2.4.7 ETAPAS NA ELABORAÇÃO DOS RATINGS

Conforme indicado por Damodaran (2004) todo o processo de elaboração de rating segue aproximadamente a seguinte sequência de eventos:

- a) A empresa (cliente da agência de rating) solicita uma classificação.
- b) A agência de rating solicita que a empresa (cliente) preencha um formulário de pedido de classificação, que posteriormente é inserido nos sistemas administrativos e de controle.
- c) Uma equipe da agência de rating é designada para analisar a empresa;
- d) É realizada uma pesquisa interna por dados da empresa ou do título estruturado (ou a ser estruturado).
- e) Ocorrem uma ou mais reuniões entre as equipes tanto da agência quanto da empresa (cliente) envolvida no rating em elaboração.
- f) Exame analítico final do que será apresentado para o comitê de classificação.
- g) Preparação da apresentação ao comitê de classificação da agência de rating.
- h) Apresentação da análise ao comitê de classificação.
- i) Discussão e votação para determinar a classificação do crédito.
- j) Notificação a empresa da classificação prévia.
- k) A empresa decide se tem interesse em apresentar informações adicionais.
- l) Caso a empresa decida apresentar informações adicionais, nova rodada de análise, apresentação, discussão e votação são realizadas.
- m) Depois de formatar a classificação, mesma é tornada pública.

Durante os processos de pesquisa e reuniões entre os analistas e o pessoal da empresa, *due diligences*, que são visitas à empresa semelhantes à auditoria, e que procuram observar seis aspectos da empresa: operacionais, administrativos, tecnológicos, mercadológicos e estratégicos. Algumas das informações consideradas importantes na elaboração dos ratings semelhantes entre as três principais agências de classificação de risco, outras são muito próprias, conforme a metodologia adotada pela agência. Um quadro comparativo pode ser visto a seguir:

**QUADRO 09 – COMPARATIVO DAS INFORMAÇÕES RELEVANTES PARA ELABORAÇÃO DE RATINGS DAS PRINCIPAIS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO**

FITCH RATINGS	STANDARD AND POORS	MOODY'S
Estratégias empresariais		Qualidade da administração
Estratégias de aquisições (Gerenciamento da empresa)	Blocos locais de propriedade	
Estrutura Organizacional		Estrutura da empresa
Perspectivas de mercado	Características e risco do setor	Tendências do setor
Posição de mercado (competitiva)	Posição competitiva	Posição operacional e competitiva básica
Estratégias financeiras	Alavancagem financeira e proteção dos ativos	
Lucratividade	Rentabilidade	
Capacidade de geração de fluxo de caixa	Adequação do fluxo de caixa	
Estrutura de capital	Risco Financeiro	
Liquidez financeira	Flexibilidade financeira	Situação financeira e fontes de liquidez
Operações da empresa e Gerenciamento do risco operacional (Risco da Indústria)		
Ambiente operacional		
Política da contabilidade	Qualidade da contabilidade e Análise de dados	
	Política Financeira	
		Garantias da matriz
		Ambiente Nacional Político e Regulatório
		Risco de evento especial

Fonte: elaboração do autor.

#### 2.4.8 CRÍTICAS ÀS AGÊNCIAS DE RATING

A despeito de todas essas qualidades dos ratings como fontes de informação para o mercado, há o questionamento a respeito da independência das agências de rating. A começar pela questão relativa aos conflitos de interesses. Até o surgimento da revolução da informática e da evolução máquinas fotocopadoras, as agências de rating eram remuneradas em função da venda direta dessas opiniões. Depois, tais relatórios passaram a ser feitos a pedido da parte interessada, como forma de obter credibilidade perante o mercado.

De acordo com White (2010) ocorreu uma transformação importante no modelo de negócios das agências de rating. Ao invés de modelo de pagamento ao investidor (venda do relatório ao investidor) e que havia sido estabelecido por John Moody em 1909, as agências passaram a usar o modelo de pagamento ao emissor (venda do rating ao emissor do título), aonde é o emissor quem paga pelo trabalho de classificação de risco feito pelas agências.

White (2010) indica quatro motivos pela qual essa mudança no modelo de negócios foi estabelecida:

- i. A evolução das máquinas copiadoras fizeram as agências de rating temer queda de receita, pois com elas, muitos investidores passariam a ter acesso a essas informações de maneira gratuita.
- ii. A falência de uma empresa ferroviária em 1970 (*Penn-Central Railroad*) chocou o mercado de títulos norte-americanos, fazendo com que os emissores dos valores mobiliários se tornassem mais conscientes da necessidade de assegurar aos investidores de títulos de que os títulos eram realmente de baixo risco e que os emissores estavam até mesmo dispostos a pagar para as agências de classificação de risco pela oportunidade de mais tarde assumirem tais títulos.
- iii. As agências de classificação de risco perceberam mais tarde que tais alterações no mercado financeiro significaria que os emissores de títulos teriam que ter a “benção” de uma ou mais agências de classificação de risco para terem seus títulos aceitos nos portfólios das instituições financeiras, e que esses mesmos emissores deveriam estar dispostos a pagar por isso, por esse privilégio.
- iv. A percepção de que o negócio relativo à emissão de ratings para títulos, assim como qualquer indústria da informação, envolve os dois lados dos mercados, as duas pontas, e que assim sendo, os pagamentos podem vir de um dos lados ou de ambos os lados. Nesse caso, esse mercado sobre informações dos títulos pode ter suas receitas oriundas

tanto dos emissores de dívidas, quanto dos compradores de dívidas, ou uma combinação dos dois.

Essa mudança no modelo de negócios das agências de classificação de risco abriu a porta para um potencial conflito de interesses. Uma agência poderia forçar levemente uma nota melhor para deixar o emissor feliz e impedir que esse mesmo emissor escolhesse outra agência para dar notas para suas emissões. O problema é que esse tipo de atitude poderia arranhar a reputação das agências no longo prazo se essas previsões se mostrassem demasiadamente incorretas. Além disso, o maior queixa por parte do mercado estava no fato das agências serem muito poderosas na emissão dos ratings e muito resistentes em alterá-los (WHITE, 2010).

Além da questão dos relatórios elaborados para satisfazer os interesses dos contratantes, o economista português, Santos (2011), cita mais duas críticas relevantes feitas sobre os ratings. Uma está no fato de que tais relatórios são elaborados segundo um juízo profissional subjetivo, pois embora existam dados estatísticos que permitam a objetividade, por outro lado a subjetividade predomina no momento de se avaliar itens como a gestão e a governança. Finalmente a terceira crítica é que diferentemente do que ocorre nos processos de auditoria, as informações para elaboração dos ratings são enviadas pela própria parte interessada, pois as agências de classificação de risco não fazem auditoria, apenas avaliam informações já consideradas públicas (SANTOS, 2011).

Segundo White (2010) conseguiu pesquisar, em 2010 havia por volta de 150 agências de classificação de risco no mundo todo, porém a Moody's, a Standard & Poors e a Fitch são as agências dominantes, tendo as três escritórios nos seis continentes. Da Moody's, 52% das suas receitas são oriundas dos EUA, ao passo que 69% das receitas a nível global provem do serviço de rating. O *market share* com relação ao serviço de rating para emissões é estimado para os seguintes valores: 40% para a Moody's, 40% para a Standard & Poors e 15% para a Fitch.

Outra crítica sobre as agências de rating recai sobre a classificação NRSRO estabelecida pela SEC em 1975, e cuja categoria designa os ratings que são válidos para se determinar os requerimentos de capital necessários para que as instituições estejam devidamente habilitadas a operar no mercado de títulos norte-americanos. As três maiores agências de classificação de risco (S&P, Moody's e Fitch) foram imediatamente incorporadas a essa categoria.

Nos 25 anos que se seguiram a criação da classificação NRSRO, a SEC adicionou outras quatro agências a essa classificação: em 1982 foi adicionada a Duff & Phelps, em 1983 foi adicionada a McCarthy, Crisanti & Maffei, em 1991 foi adicionada a IBCA (que depois se fundiu com a Fitch) e em 1992 a Thomson Bank Watch. Porém, as fusões e aquisições fizeram esses números retornarem às três originais por volta no final de 2000. Além disso, a indústria de rating de crédito possui barreiras de entrada potenciais como as economias de escala, as vantagens da experiência, bem como a marca da agência em si. A própria classificação NRSRO é considerada uma barreira de entrada, na medida em que a maioria das instituições financeiras ignoram as novas agências de classificação de risco. Os próprios critérios usados pela SEC para classificar uma agência como NRSRO são considerados pouco transparentes (WHITE, 2010).

Por não ser uma informação estanque no tempo, os ratings podem sofrer alterações periódicas, tanto no sentido de se melhorar o rating (*upgrade*) quanto no sentido de se piorar o rating (*downgrade*). O fácil acesso a essas informações e o grau da credibilidade da agência poderá influenciar o(s) mercado(s) nos momentos decisivos que ocorrem nas crises de confiança. Os casos mais notórios foram: a Crise Asiática de 1997 e a Crise do Subprime em 2008, aonde diversos instrumentos de dívida securitizada entraram em *default* nos Estados Unidos: os *Asset Backed Security* (ABS), os *Collateralized Debt Obligation* (CDO), os *Residential Mortgage Backed Security* (RMBS), e que no caso da crise de 2008 chegaram até mesmo a contaminar os *Structured Investment Vehicle* (SIV), tal era o grau de utilização desses instrumentos de securitização nos mercados americano e europeu. No caso das ABS, tais operações têm seus equivalentes no Brasil nos FIDCs (recebíveis de crédito) regulamentados pela CVM, ao passo que os RMBS aos CRIs (recebíveis imobiliários). Tais valores mobiliários são semelhantes, mas não iguais: são adaptados conforme a legislação de cada país, o mesmo ocorrendo com relação à Europa. Nos EUA os ABS e os RMBS são classificados como *securities* (valores mobiliários), ao passo que os FIDCs fazem parte da indústria de fundos, enquanto que os CRIs são classificados como recebíveis.

A classificação NRSRO começou a ser questionada a partir de novembro de 2001 com a quebra da Enron, quando as três maiores agências de classificação só alteraram o “investimento grade” dos títulos da Enron cinco dias antes da falência da empresa, tendo sido criticadas por terem sido muito lentas em reconhecer a fraqueza financeira da Enron. A mesma lentidão foi observada no caso da WorldCom. No caso da quebra do Banco Lehman

Brother's em setembro de 2008, no momento da falência, a maioria dos ratings das agências de classificação de risco ainda eram classificadas como “*investment grade*” (WHITE, 2010).

As agências de classificação de risco alegam que o rating é fornecido com uma perspectiva de longo prazo, havendo sempre um “*delay*” no momento de perceber se um determinado movimento não seja a parte inicial de um novo ciclo reversível, mas sim um o início de um declínio ou uma melhoria sustentada. Tal prática é conhecida como rating pelo ciclo ou rating através do cliço. Nesse sentido três fatos são observáveis: que os investidores preferem claramente a estabilidade dos ratings para admitir os títulos em suas carteiras; os emissores de títulos e que pagam as taxas para as agências de crédito preferem não terem seus ratings rebaixados; e finalmente o fato de que as agências acabam tendo que manter staffs menores na ausência de mudanças mais frequentes de ratings (WHITE, 2010).

Em função de todas essas circunstâncias relativas à lentidão nas mudanças de rating, White (2010) levante a questão de que se realmente as três maiores agências fornecem informações úteis sobre a probabilidade de default para os mercados financeiros. Perante uma mudança de rating, as instituições financeiras acabam mais reavaliando a posição de manter ou não esse título em carteira do que necessariamente reagirem adequadamente às novas informações sobre a probabilidade de default por parte do título, muitas vezes por questões de caráter regulatório. Consequentemente ao caso Enron, ficou claro ao público em geral que o modelo de negócios aonde o emissor do título paga pelo rating engendra potenciais conflitos de interesses.

Nessas crises citadas acima, os *downgrades* subsequentes acabaram dificultando a recuperação econômica a nível global, pois com a globalização dos mercados, a desconfiança se alastra rapidamente para todos os lugares do globo, gerando dificuldades de acesso ao crédito e a consequente elevação de seu custo. Como bem disse o famoso economista norte-americano em 1999: “As agências de rating ampliaram a crise econômica asiática.”

Tal fenômeno foi denominado pelos pesquisadores de “prociclicidade” das agências de rating. Apesar da possibilidade dos ratings serem alterados nas emissões de relatórios periódicos (no caso dos FIDCs, a periodicidade de tais relatórios é de três meses), as agências de rating acabam ficando presas às notações anteriores, gerando rigidez e enviesamento nas opiniões e notas: isso é denominado “*anchoring*”, ou ancoragem, e tal fenômeno é mais comum nos *downgrades* do que nos *upgrades*. No caso dos *downgrades*, eles são oferecidos ao público em pequenas doses, por assim dizer, pois os mutuários (os contratantes das

agências) fazem parte das fontes de receitas. Desse modo, as previsões passam a ser mais reativas, exibindo pouca antecipação.

Além disso, ocorre um efeito sistêmico por conta dos ratings e suas alterações. Um *downgrade* acaba deteriorando o ambiente econômico, as notações das outras agências acabam baixando também, o risco vai aumentando e seu efeito se torna amplificador. Com isso, a recessão surge, acaba sendo amplificada e a recuperação vai se tornando cada vez mais difícil. Já no caso do enviesamento das agências de classificação de risco, observa-se que elas raramente divergem nas avaliações. Os europeus suspeitam que exista certa discriminação contra os avaliados que não sigam as ideias anglo-americanas.

Esse problema relativo à questão dos “julgamentos regulatórios terceirizados” realizados pelas três agências de classificação de risco (qualificadas como *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* - NRSRO) em combinação com o problema do modelo de negócios, aonde o emissor é quem paga a agência de classificação de risco, passou a ser questionado com a crise financeira de 2008 que se iniciou no mercado de *subprimes* nos Estados Unidos. Por sua vez, o financiamento subjacente a estes empréstimos hipotecários subprime veio através de um processo de securitização. O uso dos veículos de investimentos estruturados, das quais a securitização era o principal meio, foram largamente usados pelas instituições financeiras para passar a frente esses créditos *subprime*, já que no conjunto dos empréstimos havia tanto *tranches* (cotas) seniores quanto *tranches* júnior (subordinadas). Conforme citado por White (2010, p. 220): “Se esses títulos hipotecários receberam altos ratings, os ativos securitizados dessas hipotecas poderiam receber também tais ratings, tornando-os, portanto, mais baratos para empréstimos.”.

#### 2.4.9 ESTUDO 06 - MACHADO (2005): RATINGS SOBERANOS DO BRASIL: UM ESTUDO SOBRE OS IMPACTOS DE SUAS MUDANÇAS SOBRE O SPREAD DO C-BOND

Embora o estudo de Machado (2005) seja sobre rating soberano, esse estudo será usado como referência teórica para essa dissertação que procura encontrar padrões de eficiência informacional existentes nos ratings aplicados aos FIDCs, já que no Brasil esse tipo de securitização de ativos é obrigado a receber um rating inicial das agências de classificação de risco, além de relatórios periódicos da evolução do rating durante a existência do fundo. A autora define o rating soberano como sendo uma nota dada pelas agências de classificação de risco às obrigações (títulos de dívida) de um determinado governo central (soberano).

Em teoria as agências de classificação de risco teriam a obrigação de antever os acontecimentos no mercado, e desse modo, as análises dessas agências passam a ter o poder de influenciar os mercados. Porém o que se observa são críticas de que os ratings produzidos pelas agências de classificação de risco acabam apenas reagindo aos acontecimentos cujo conhecimento já é de domínio público. Portanto, o trabalho de Machado (2005) tem como objetivo analisar quais impactos as avaliações de risco provocam nos preços do *c-bond*, o principal título da dívida externa brasileira. Para atingir esse objetivo, a autora estudou o comportamento do spread do *c-bond* antes e depois da divulgação dos relatórios de rating emitidos pelas agências de classificação.

Segundo Machado (2005) 80% da indústria de rating eram dominados pela Moody's Investor e pela Standard and Poors até a década passada. Uma terceira opinião dominante passou a existir depois da fusão ocorrida entre a Fitch e a Duff & Phelps (ocorrida em 2000). Segundo a autora, o principal objetivo dessas agências é estabelecer um rating de crédito, principalmente para empresas, instituições financeiras, operações específicas (operações de securitização) e países (sendo possível também para governos nos seus diversos níveis), sendo que o papel fundamental desses ratings é ajudar indivíduos e instituições a tomarem decisões financeiras e de investimento com mais confiança e eficiência. Esse rating de crédito por sua vez pode ser definido como sendo uma “opinião especializada” sobre a qualidade de um determinado crédito, bem como avaliar a disposição de um determinado devedor (emissor de um título) em honrar as obrigações desse título. Finalmente, essa autora destaca também que os ratings de crédito podem ser usados como referência ao risco de crédito, refletindo-se desse modo nos preços dos ativos, bem como nos prêmios de risco.

Segundo, Machado (2005), nos anos 90 dois fatores foram os responsáveis pela consolidação das agências de rating no Brasil: a emissão dos chamados *Brady Bonds* (emissão dos títulos de dívidas soberanas das economias em desenvolvimento) e a expansão dos títulos e valores mobiliários (no contexto do elevado fluxo de capitais estrangeiros para as economias emergentes). Segundo a mesma autora, essas agências analisam tanto os créditos emitidos por países ou governos quanto pela análise de operações específicas (operações de finanças estruturadas, dentre as quais as securitizações).

Machado (2005) divide as classificações de risco em dois grandes grupos: os ratings de categoria de investimento (*investment grade*) e os ratings de categoria especulativa (*non-investment grade*). Ainda segundo a autora, no primeiro grupo estão os investimentos considerados como de baixo risco de crédito e que normalmente são aceitos pelos investidores

institucionais. Já no segundo grupo estão os investimentos que possuem substancial risco de crédito, e que por serem mais arriscado, exigirão maior retorno. Na tabela acima estariam no primeiro grupo os ratings prêmio, grau elevado, grau médio elevado e grau médio baixo, portanto indo de AAA até BBB-. Já no segundo grupo estariam os investimentos de grau de “não investimento”: especulativo, altamente especulativo, risco substancial, extremamente especulativo, em moratória com pequena chance de recuperação, e em moratória total, portanto indo de BB+ até D.

Machado (2005) esclarece que nas metodologias utilizadas pelas agências de rating são utilizados tanto processos objetivos como também informações subjetivas e que, portanto, não estão disponíveis ao público. Dessa forma, conclui a autora que os ratings emitidos pelas agências possuem certo grau de subjetividade, tanto no que se refere na interpretação dos cálculos econométricos (especialmente nos ratings de países, ou seja, ratings soberanos) quanto no que se refere à opinião sobre a qualidade de crédito do emissor. Apesar disso, ela esclarece que os ratings não são de forma algumas recomendações de compra, venda ou manutenção de posições financeiras, mesmo sendo levados em alta consideração nas decisões de investimento. Os ratings não são cálculos exatos, portanto, são opiniões especializadas passíveis de divergência de opiniões, bem como de falhas.

Por outro lado, Machado (2005) alerta que os ratings são atribuídos tendo em vista um horizonte futuro de longo prazo, devendo-se levar em consideração também que tanto a qualidade de crédito quanto as variáveis macroeconômicas, que influenciam principalmente os créditos soberanos (países), mas que podem também ter sua influência sobre os outros tipos de créditos (empresas, instituições financeiras, títulos), essas variáveis e qualidades não são variáveis fixas no tempo. Portanto, um rating atribuído anteriormente pode ser perfeitamente alterado posteriormente de modo a refletir eventuais mudanças dos fundamentos econômicos e financeiros. Porém essas alterações são mais frequentes nas classificações especulativas, aonde a qualidade do crédito é mais frágil, sendo menos frequente nas classificações superiores, aonde os ratings possuem uma estabilidade relativa maior.

Machado (2005) alerta para o fato de que embora as agências de rating divulguem os fatores que as mesmas utilizam para a elaboração dos ratings, nenhuma delas divulga o peso que é dado para cada um desses fatores. A autora esclarece que as agências adotam diversos procedimentos analíticos multidisciplinares, que posteriormente são ponderados por comitês internos e grupos de analistas para a elaboração final do rating, não existindo uma fórmula

pré-estabelecida para a combinação de todos esses fatores. Como exemplo, ela reproduz em seu trabalho as oito categorias de fatores que na visão da Standard and Poors são levadas em consideração na atribuição do rating soberano (rating do governo central de um país):

- i. Risco Político (forma de governo, instituições políticas, participação popular, sucessão das lideranças, consensos de economia e política, grau de integração do sistema financeiro ao resto do mundo).
- ii. Renda e Estrutura Econômica (padrão de vida, distribuição de renda e riqueza, modelo econômico, se centralizado ou mercado, dotação de recursos, diversificação da economia).
- iii. Perspectiva de Crescimento Econômico (nível de poupança, nível de investimento, taxa de crescimento econômico, padrão de crescimento econômico).
- iv. Flexibilidade Fiscal (orçamento governamental, custos operacionais, crescimento da carga tributária, pressão dos gastos públicos).
- v. Ônus da dívida pública (nível da dívida pública, despesas com juros, estrutura da dívida, passivo previdenciário, ativos financeiros do governo).
- vi. Estabilidade de Preços (tendências da inflação, nível de taxas de juros, política creditícia, política cambial, autonomia do Banco Central).
- vii. Flexibilidade de Balanço de Pagamentos (estrutura da conta corrente, fluxo de capitais, impactos fiscais e monetários nas contas externas).
- viii. Dívida Externa e Liquidez (tamanho da dívida, composição da dívida, influência dos bancos e entidades públicas e privadas no passivo do país, perfil da dívida, ônus do serviço da dívida, composição das reservas, ativos externos do governo).

A crítica de que as agências de rating apenas reagem às informações que já são de domínio público parte tanto de investidores quanto de acadêmicos. Além disso, há questionamentos se as agências acabaram contribuindo para o agravamento dos momentos de crise quando rebaixam suas avaliações de ratings e de causar uma intensificação dos momentos de euforia por elevarem seus ratings. Essas avaliações são consideradas fundamentais para a tomada de decisão por parte dos investidores, já que muitas instituições estabelecem ratings mínimos requeridos para efetivarem seus investimentos. Partindo desse pressuposto, Machado (2005) entendeu que o rating soberano sobre o Brasil precisa estar refletido no spread do *c-bond*.

Por meio da estatística descritiva, a autora analisou o comportamento do spread do *c-bond* traçando um relacionamento com os principais acontecimentos do mercado (condições

macroeconômicas, crises no exterior, instabilidade política). Foram levadas em conta também as alterações ocorridas nos ratings soberanos do Brasil, tanto as alterações efetivas quanto as perspectivas. Os resultados sugerem o que já era esperado: que nos momentos de crise apareceram as maiores volatilidades e maiores spreads, ao passo em que nos momentos de melhora dos fundamentos macroeconômicos apareceram os menores spreads, bem como as menores volatilidades. Outro teste feito pela pesquisadora foi testar a qualidade do rating soberano como preditor do spread do *c-bond*. Regressos simples foram realizadas tanto para os ratings da Moody's quanto para a Standard and Poors, e concluiu-se que o rating soberano é útil para a predição do comportamento do título (MACHADO, 2005).

## 2.5 TEORIA DO RISCO APLICADA AOS FIDCs

Segundo Assaf Neto, Corrar e Brito (2009), quando houver a possibilidade do credor ter perdas pelo fato do tomador não conseguir liquidar suas obrigações pactuadas, há então, um risco de crédito associado a essa operação. Além das perdas geradas pelo default do tomador, o risco de crédito existe também em relação à deterioração da qualidade desse crédito. Segundo esses autores, o risco de crédito por sua vez, possui três componentes distintas:

- i. O risco de default: está associado a um evento de *default* por parte do tomador em um determinado prazo. Esse risco por sua vez depende do tipo de *default* ocorrido, além das demais características da operação (valor, prazo, garantias). É também conhecido como “risco do cliente”.
- ii. O risco de exposição: está associado à incerteza com relação ao valor do crédito no momento em que o *default* ocorrer.
- iii. O risco de recuperação: está associado à incerteza do valor que pode ser recuperado em caso de default por parte do tomador. Tanto o risco de exposição quanto o risco de recuperação são considerados como “riscos da operação”.

Uma das formas de se reduzir eventuais perdas que possam advir dos diversos riscos aos quais os ativos financeiros estão sujeito é a diversificação do investimento, que consiste na aplicação em diferentes ativos, que por sua vez possuem comportamentos distintos em face às oscilações do mercado, de tal maneira que as perdas que determinados ativos tiverem podem ser compensadas pelo desempenho inverso de outros ativos (bom desempenho). De acordo com Gitman (2010), o retorno financeiro está diretamente associado aos ganhos ou

prejuízos de um proprietário oriundos de um investimento realizado durante certo período de tempo, considerando-se também os aspectos relativos aos custos de manutenção do ativo oriundos da Teoria Keynesiana.

Porém, nem todo risco pode ser diversificável, pois o risco total ao qual um ativo está exposto é sempre composto pela soma de um risco diversificável com um risco não diversificável. O risco diversificável está associado a causas randômicas, que por sua vez podem ser eliminadas via diversificação. Esse tipo de risco é também conhecido como risco não sistemático e é normalmente atribuído a causas específicas da empresa (clientes, processos, greves, ações judiciais, etc.), quando o objeto de um determinado investimento está associado a essa empresa. Nesse tipo de risco, os riscos operacionais ligados à atividade da empresa se destacam.

Já o risco não diversificável, também conhecido como risco sistemático, está mais ligado aos fatores conjunturais do mercado ou mesmo do país onde esse mercado está inserido. Portanto, esse tipo de risco não afeta somente uma empresa, mas afeta todas as empresas desse mercado. Os riscos de mercado (inflação, guerras, incidentes internacionais, etc.) são os riscos que se destacam entre os riscos sistemáticos, e que, portanto, não podem ser diversificados. Desse modo, temos que o administrador financeiro deve eliminar o risco não sistemático via diversificação para poder se concentrar somente no risco não sistemático e sua eventual influência sobre o investimento (fundo ou ativo financeiro).

Com base em estudos realizados pelo Banco JP Morgan, Marins (2004) elaborou uma interpretação sobre os seis tipos de risco na qual o risco global pode ser segmentado:

- a) Risco Operacional: esse risco se origina na falta de capacidade de uma determinada instituição financeira em detectar, mensurar, controlar e administrar os riscos existentes em suas posições no mercado. O risco operacional por sua vez pode ser dividido nos seguintes tipos: organizacional quando a instituição é administrada de modo ineficiente, com problemas de fluxo de informação, deficiências de controles internos, entre outras características que prejudiquem a administração eficiente da instituição; de equipamentos, quando existem falhas em sistemas, computadores, telefones, etc.; e de pessoal, quando o quadro de pessoal é pouco qualificado, mal remunerado (falta de motivação) e até mesmo mal intencionado.
- b) Risco de Crédito: quando se tem a possibilidade de não recebimento de recursos os quais a instituição tem direito, ou mesmo no atraso desses recebimentos, ou mesmo o seu recebimento fora das condições estabelecidas no contrato. Nesse aspecto, o autor

considera que a instituição financeira ao conceder crédito ou realizar uma venda a prazo deve avaliar tanto os aspectos quantitativos quanto qualitativos. Os aspectos quantitativos são considerados objetivos e podem ser mensuráveis (garantias, títulos protestados, demonstrativos financeiros e contábeis, patrimônio, etc.), enquanto que os aspectos qualitativos são considerados subjetivos (tradição, experiência, idoneidade, etc.).

- c) Risco de Liquidez: no lado oposto do risco de crédito ou risco de não recebimento, temos o risco de liquidez por parte da instituição ou risco de não honrar os compromissos assumidos, tornando a instituição inadimplente. Normalmente a falta de liquidez surge quando ocorre um descasamento dos prazos de vencimento das operações ativas e passivas da instituição, resultando dessa forma um risco de desequilíbrio de caixa, levando os passivos da instituição a se tornarem exigíveis antes que seus ativos possam ser realizados, tornando a instituição ilíquida.
- d) Risco Legal: origina-se em função de problemas legais ligados a documentação inadequada, proibições operacionais de ordem legal, proibições específicas oriundas da legislação.
- e) Risco Soberano: nascem a partir de decisões unilaterais dos governos que atuam no sentido de prejudicar ou adiar a liquidação de determinadas operações anteriormente assumidas, mesmo que as instituições das contrapartes possuem recursos ou disposição para realizar a liquidação das operações. No caso do Brasil, esse risco é denominado Risco Brasil.
- f) Risco de Mercado: oriunda a partir de mudanças adversas nos preços das variáveis ativas e passivas, nas quais as instituições possuam posições. Esse tipo de risco pode ocorrer em quatro grandes mercados: mercado monetário (juros), mercado de capitais (ações), mercado de moedas (câmbio) e mercado de commodities. Quanto maior for a volatilidade de um determinado mercado, maior será o seu risco de mercado.

Definidos simplificada e como sendo uma comunhão de recursos que destina no mínimo 50% do PL para aplicação em direitos creditórios, os FIDCs são também mecanismos financeiros que objetivam terceirizar e diluir os riscos oriundos do originador. Para o cedente interessa a transferência/redução do risco. Para o investidor o atrativo está no elevado retorno frente à mitigação do risco mediante a diluição tanto dos títulos quanto do lastro do FIDC. O tipo de lastro de um FIDC é bem diversificado: debêntures, CCB, recebíveis comerciais (duplicatas, cheques), recebíveis educacionais (bolsas governamentais, mensalidades), recebíveis do setor público (união, estados, municípios, empresas estatais) recebíveis de

agronegócios, crédito pessoal (cartões, cheques, consignados), financiamento de veículos, crédito imobiliário, contas de consumo (telefone, água, energia elétrica, etc.).

Segundo Rudge e Cavalcante (1993), em qualquer investimento os investidores olham para três variáveis: proteção, prazo e retorno, podendo também ser classificado em três níveis: baixo risco, normalmente representado geralmente por ativos imobiliários, moeda, atividade profissional; títulos de crédito e seguros; risco moderado, representado geralmente por operações de hedge, securitizações e ações; e risco alto, geralmente representado por derivativos e operações alavancadas. Esses níveis de risco precisam estar adequadamente representados nos ratings das agências de classificação de risco.

Os riscos de um FIDC podem ser divididos em dois grandes grupos: riscos quantitativos e riscos qualitativos. Os primeiros referem-se a quantificação do risco, importante para as decisões de investimento na medida em que permite comparar diferentes operações de forma objetiva e imparcial. Esses riscos precisam ser monitorados ao longo do tempo. Isso pode ser feito por meio da análise de composição de instrumentos e tomadores de crédito, análise da composição por risco (industrial, financeiro, energia, telecomunicações, consumo, etc.), estimação de curvas de probabilidade de default (PD) e de perda esperada (PE) em função dos ratings, tanto para o fundo como um todo, quanto para as cotas (sêniores, subordinadas, mezaninos). A análise quantitativa permite não só capturar efeitos complementares à análise qualitativa: permite também um dinamismo maior na tomada de decisões. Porém, é preciso ressaltar que os riscos quantitativos precisam ser integrados aos demais riscos, e que as informações quantitativas para a geração dos cenários de risco possuem limitações.

Quanto aos riscos qualitativos, muitos deles são extraídos diretamente dos conceitos existentes na Teoria do Risco, outros são identificados conforme a operacionalidade dos instrumentos financeiros (particularidades dos FIDCs). Da Teoria do Risco é possível extrair:

- a) Risco de Mercado, oriundos dos descasamentos das taxas, da variação dos preços dos ativos e da inexistência de garantia de rentabilidade.
- b) Risco Operacional, relativo às falhas na cobrança, problemas com o consignante, guarda dos documentos e auditoria por amostragem.
- c) Risco de Crédito, que envolvem as garantias, decisões e cobranças na justiça, problemas de inadimplência com o(s) cedente(s), devedores e emissores, mudança de ratings (no caso de *downgrade* das cotas seniores), fatores ligados às políticas macroeconômicas.

- d) Risco de Liquidez, oriundas dos mercados secundários (nem todos os FIDCs conseguem ser negociados nesses mercados) e insuficiência de recursos para resgate no caso dos fundos abertos.

Além desses quatro riscos oriundos da Teoria do Risco, existem outros riscos que surgem em função das características operacionais dos FIDCs e dos agentes envolvidos nas operações:

- a) Risco de Fungibilidade, problemas com o agente de cobrança.
- b) Risco de Originação, por meio dos vícios e fraudes.
- c) Risco de Concentração, quando o FIDC fica altamente atrelado aos títulos públicos, ou mesmo no caso de um fundo policedente se tornar monocedente, cujo risco é maior.
- d) Risco de Descontinuidade, quando em assembleia geral se decidir pelo resgate antecipado.
- e) Risco de Governança.
- f) Risco do Originador, concorrência ao originador, mudança de políticas econômicas no setor do originador, rescisão do contrato de cessão e operações mal feitas pelo originador.
- g) Risco dos Derivativos, quando o regulamento do fundo permite a aquisição desses instrumentos financeiros.
- h) Risco de Validade da Cessão, quando não há notificação aos devedores ou a cessão dos direitos creditórios é considerada inválida ou ineficaz.
- i) Risco de Pré-pagamento, que ocorre no pagamento antecipado.
- j) Outros riscos como alterações no regulamento ou liquidação/intervenção do custodiante.

Os FIDCs são aplicações financeiras, portanto estão sujeitas aos riscos apresentados por Teixeira (2006). Porém, ao mesmo tempo a administração desse tipo de fundo também apresenta os mesmos riscos das instituições financeiras apresentadas por Marins (2004). Desse modo, é possível observar as similaridades de riscos existentes em um FIDC quando comparado aos riscos apresentados por esses dois autores, como está apresentado no Apêndice A.

Além desses riscos inerentes aos FIDCs é importante também ressaltar quatro fatores que são críticos para a análise dos riscos dos FIDCs:

- i. Participantes da Estrutura do FIDC, que pode envolver até oito funções diferentes. Tais participantes são: o administrador, a agência de classificação de risco, o agente arrecadador, o auditor, a cobrança, o consultor, o custodiante e o gestor. Nesse caso é importante avaliar o grau de segregação das responsabilidades, bem como os diversos procedimentos relativos à cobrança, guarda da documentação, arrecadação, repasse, registros das cotas, valorização das cotas, verificação do lastro.
- ii. Lastro do fundo, que envolve os recebíveis e ativos de crédito cedidos ao FIDC. A natureza do lastro pode ser estática ou rotativa, podendo ter uma concentração tanto de tomadores quanto de sacados. Além disso, é importante observar os critérios de liquidez, descasamento das taxas, a questão do pré-pagamento, de elegibilidade, a relação entre qualidade dos ativos versus a inadimplência do mercado (evolução), os históricos de PDD e defaults, a rentabilidade (retorno versus taxa de cessão), bem como a avaliação do mercado (regulação, aspectos sociais e econômicos).
- iii. Características da operação, que no caso de um FIDC, como operação estruturada de securitização, tais características são muito numerosas em comparação com os instrumentos financeiros tradicionais. Num FIDC é relevante observar os eventos de avaliação, o valor do spread excedente, a cascata de pagamentos, o nível de subordinação, a estrutura da operação, o direito de regresso, o colateral, a coobrigação, a liquidez, o fundo de reserva e os *covenants* (pactuações).
- iv. Cedente ou originador é o participante da estrutura do FIDC que é responsável por ceder ao fundo os direitos creditórios por meio de cessão. O cedente em si possui muitos fatores que devem ser observados para se realizar uma boa análise de risco. O primeiro deles é a capacidade de geração de créditos ao longo do tempo, especialmente para os fundos abertos e de prazo indeterminado. Se o fundo for policedente, é importante evitar a concentração de recebíveis (contraparte, indústria, região). Outros fatores importantes a serem observados sobre a questão dos cedentes são:
  - os termos contratuais dos recebíveis,
  - a sazonalidade da carteira;
  - como é estimada a PDD e a política de baixa de créditos inadimplentes;
  - como o cedente concede e recupera créditos;
  - como se comporta a sazonalidade da carteira e quais as garantias das operações;
  - quais foram as perdas históricas do cedente.

Com relação aos ABS negociados no mercado norte-americano, Sabarwal (2006) que os riscos associados a essa estrutura financeira foram impulsionando o crescimento do mercado em escopo e das estruturas em termos de complexidade. O autor cita, por exemplo, o caso de certos originadores de direitos creditórios que mesmo possuindo boa reputação no mercado, eles podem sofrer perdas, e com isso perderem fontes atrativas de fundos, caso os ativos securitizados por eles não performarem conforme o previsto mesmo nos casos em que essa performance esteja fora do controle deles.

Nesse contexto, Sabarwal (2006) afirma que as agências de classificação de risco precisam entender a crescente complexidade desses valores mobiliários para poderem classificar corretamente os riscos de crédito. Já os investidores passam a sentir a necessidade de ter ferramentas sofisticadas para quantificar e precificar suas exposições a esses riscos de crédito.

Finalmente, Sabarwal (2006) chama a atenção para o fato que os órgãos reguladores e legisladores se preocupam com o fato de que o uso agressivo da contabilidade para os ABS pode fazer com que uma determinada transação apresente menos risco do que ela realmente possui, levando a um conflito de interesses entre os objetivos dos acionistas e os incentivos gerenciais. Como consequência, tais práticas podem prejudicar a solidez e a segurança das instituições depositárias, trazendo riscos de transparência nesses mercados e que podem potencialmente aumentar a probabilidade de crises sistêmicas nos mercados financeiros.

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Essa dissertação utiliza em sua pesquisa a abordagem descritiva, e que foi realizada por um estudo bibliográfico, com análise de conteúdo da documentação relativa aos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs). Esses documentos podem ser divididos em quatro grandes grupos:

- i. Os regulamentos dos fundos com suas alterações, e que apresentam mais completamente todas as características operacionais do fundo.
- ii. Os prospectos de distribuição do fundo, que possuem informações mais sintéticas, porém já quantificado as séries de cotas em lançamentos. Além dos prospectos outros resumos sintéticos são os avisos de distribuição de cotas e os avisos de encerramento de distribuição.
- iii. Os relatórios de classificação de risco, que por sua vez podem ser os relatórios preliminares (antes da distribuição das cotas), os relatórios de monitoramento (que acompanham o desempenho do fundo, bem como a evolução dos ratings) e as ações de rating (quando houver ação de rating fora das publicações trimestrais dos relatórios de monitoramento).
- iv. As atas das reuniões dos cotistas, aonde são decididas a caracterização ou não dos eventos de avaliação, bem como as alterações operacionais do fundo, que em seguida são consolidadas nos regulamentos.

De acordo com Larson e Farber (2009), a estatística possui dois grandes ramos principais: a estatística descritiva e a estatística inferencial. A primeira é o ramo da estatística que organiza, resume e apresenta os dados. A segunda é a estatística inferencial que procura tirar conclusões sobre uma determinada população a partir de uma amostra extraída dessa população, e para conseguir tal objetivo se utiliza basicamente da ferramenta denominada probabilidade.

Essa pesquisa faz uso da estatística descritiva para analisar os FIDCs que passaram por eventos de avaliação e/ou liquidação entre 2005 e 2014, de uma amostra fornecida pela Risk Office referente ao período. Essa dissertação pode ser classificada como descritiva, pois procura traçar um panorama longitudinal dos FIDCs que passaram por eventos de avaliação identificados na indústria de fundos de investimento no Brasil. Essa pesquisa envolve uma abordagem qualitativa cujas características são apresentadas por meio da estatística descritiva, aonde os dados serão tabulados em dois momentos/situações distintos:

- i. as características dos fundos antes das distribuições das cotas (Momento Pré-Distribuição);
- ii. as características dos eventos de avaliação que ocorreram nas datas indicadas pelas listas da Risk Office (Atividade Pós-Distribuição).

O tipo de pesquisa é exploratório. Embora já existam diversas pesquisas sobre os FIDCs, ainda não foram publicadas pesquisas que procurem correlacionar as características dos FIDCs que receberam ratings elevados pelas agências de classificação de risco com os eventos de avaliação que ocorreram ao longo do tempo nesses FIDCs. Sobre a pesquisa exploratória, Collis e Hussey argumentam (2005, p. 24):

Em pesquisa exploratória, o foco é obter insights e familiaridade com a área do assunto para investigação mais rigorosa num estágio posterior.

O método para a pesquisa geralmente é muito aberto e concentra-se em reunir uma ampla gama de dados e impressões. Como tal, a pesquisa exploratória raramente fornece respostas conclusivas para problemas e questões, mas indica qual pesquisa futura deve ser realizada, no caso de haver alguma.

Essa dissertação usará também os elementos teóricos explorados na pesquisa bibliográfica (Teoria da Agência, Teoria dos Riscos) sobre a análise dos documentos exigidos pela CETIP e pela CVM para autorizar tais fundos a funcionarem no mercado brasileiro. Na primeira parte de análise de dados (Momento Pré-Distribuição) serão utilizados preferencialmente os prospectos dos FIDCs apresentados ao público investidor. Na ausência dos prospectos, utilizaram-se os anúncios de início da distribuição e de encerramento para o levantamento de dados na primeira parte da pesquisa, também quando disponíveis. Muitas dessas informações também podem ser encontradas nos relatórios de rating preliminar elaborados pelas agências de classificação de risco, responsáveis pelos ratings desses fundos junto ao público investidor.

Para a segunda parte (Atividade Pós-Distribuição) da pesquisa será analisada a evolução dos aspectos operacionais do FIDCs por meio das atas de reunião de cotistas, os relatórios de monitoramento, bem como os regulamentos consolidados.

Ressalta-se que foram analisados somente os FIDCs em eventos de avaliação e/ou liquidação apresentados pela lista disponibilizada pela Risk Office. A maioria dos FIDCs apresentados fizeram suas distribuições de cotas segundo a legislação da Instrução CVM 400/03 (melhores esforços) e não sobre os FIDCs emitidos segundo a legislação da Instrução CVM 476/09 (esforços restritos), sobre os quais as exigências para documentação são mais simplificadas. Porém, a pesquisa chegou a identificar alguns FIDCs da lista da Risk Office que tinham séries emitidas tanto sobre a ICVM 400 quanto séries emitidas pela ICVM 476.

A análise dos fundos de investimentos ocorrerá em dois momentos distintos: características dos fundos no momento da emissão do rating preliminar (expectativa para os investidores, Pré-Distribuição), e eventos de avaliação observados ao longo da vida do fundo (resultados para os investidores, Pós-Distribuição).

Sobre o Momento Pré-Distribuição, após tabulados os dados, será possível identificar as características mais frequentes sobre os FIDCs da amostra no momento em que receberam seus ratings preliminares:

- a) Agência de classificação de risco contratada pelo fundo;
- b) Rating preliminar atribuído ao fundo;
- c) Forma de condomínio adotada pelo fundo;
- d) Número de cedentes dos direitos creditórios;
- e) Administrador e Gestor do fundo;
- f) Instituição de custódia contratada pelo fundo;
- g) Auditoria contratada pelo fundo;
- h) Tipo de esforço na distribuição das cotas;
- i) Datas dos eventos de avaliação indicadas pela Risk Office distribuídos no tempo;
- j) Natureza dos direitos creditórios cedido ao fundo;
- k) *Benchmark* adotado pelo fundo;

Sobre a Atividade Pós-Distribuição, os dados coletados serão analisados ao longo do tempo, à luz dos elementos discutidos na parte teórica: teorias da agência (conflito de interesses) e do risco (eventos de avaliação). Os resultados dessa análise dos dados serão apresentados sob as seguintes características:

- a) Tipos de eventos de avaliação ocorridos nos fundos;
- b) Causas dos rebaixamentos dos ratings dos fundos;
- c) Resultado final dos FIDCs (liquidação antecipada, amortização antecipada, prorrogação, término do fundo no prazo estabelecido no regulamento, cobrança de direitos creditórios, entre outros resultados possíveis).
- d) Níveis de subordinação adotados;

Adicionalmente será avaliada também a estratégia das instituições administradoras dos fundos de operar as funções de gestão, administração, controladoria e custódia com diferentes CNPJ, mas pertencentes ao mesmo conglomerado. Muitos conglomerados econômicos querendo evitar qualquer questionamento de ordem prática por parte da CVM

procuraram garantir a segregação das atividades (bem como dos diferentes tipos de carteiras) usando a estratégia de constituir mais de uma pessoa jurídica, porém atuando sob a mesma bandeira. A avaliação dessa estratégia em busca de potenciais conflitos de interesse tendo em vista os resultados (desempenho) do fundo pode ser considerada inovadora na medida em que esta pesquisa não conseguiu localizar trabalhos acadêmicos no Brasil que se propusessem a analisar os FIDCs à luz da Teoria da Agência.

Será avaliada a eficiência dessas estratégias para diferentes graus de participação (número) de CNPJ sob a mesma bandeira. A presença das diferentes razões sociais sob a mesma bandeira (ou não) será identificada nas seguintes funções: cedente, cobrança primária, estruturador do fundo, administrador, gestor, custodiante e auditoria. O número de diferentes CNPJ sob a mesma bandeira (conglomerado) irá fornecer a seguinte classificação com relação ao grau potencial de conflito de interesses:

- a) Cada CNPJ pertencente a uma bandeira distinta: baixíssimo grau potencial de conflito de interesses.
- b) Apenas dois CNPJ pertencentes à mesma bandeira: baixo grau potencial de conflito de interesses.
- c) Três CNPJ pertencentes à mesma bandeira: médio grau potencial de conflito de interesses.
- d) Quatro CNPJ pertencentes à mesma bandeira: elevado grau potencial de conflito de interesses.
- e) Cinco ou mais CNPJ pertencentes à mesa bandeira: elevadíssimos grau potencial de conflito de interesses.

Assim, cada fundo receberá um atributo qualitativo derivado dos diferentes números de CNPJ sob a mesma bandeira presentes na estruturação dos fundos. Em seguida, depois de classificado cada fundo, essas informações serão cruzadas com as seguintes informações também obtidas na pesquisa:

- a) Substituições de participantes ocorridas durante a vida do fundo;
- b) Os eventos de avaliação encontrados.

Esse cruzamento de informações objetiva encontrar algum padrão mais frequente nos fundos agrupados nos diferentes graus potenciais de conflito de interesses (baixíssimo, baixo, médio, elevado, elevadíssimo).

Finalmente cabe ressaltar duas limitações inerentes a essa pesquisa:

- i. A pequena quantidade de fundos presentes na amostra: 44 FIDCs.
- ii. O fato de nem sempre os documentos disponibilizados pela CVM na internet para a análise de cada fundo estarem completos: nem sempre foi possível encontrar todos os documentos de cada tipo (relatórios de classificação de risco, atas de reunião dos investidores, regulamentos e prospectos) na coleta de documentos efetuada para cada fundo. A ausência de um evento importante nos documentos disponíveis pode influenciar fortemente a análise e, portanto, suas conclusões.

## 4 RESULTADOS

A análise dos dados será feita sob dois momentos/situações distintos: no Momento Pré-Distribuição as observações serão analisadas *ex ante* (suposição e prognóstico) com base nos dados obtidos nos regulamentos, relatórios de rating preliminar e prospectos de distribuição. Na Atividade Pós-Distribuição as observações serão analisadas *ex post* (observação e conhecimento) com base nos dados obtidos nos regulamentos, relatórios de monitoramento e atas de assembleias de cotistas. Na Atividade Pós-Distribuição será avaliada também a eficiência do nível de subordinação e o desempenho das diferentes faixas de subordinação adotados pelos FIDCs da amostra.

### 4.1 MOMENTO PRÉ-DISTRIBUIÇÃO: RATING PRELIMINAR

Os dados qualitativos levantados serão analisados usando instrumentos de estatística descritiva nos seguintes parâmetros amostrais: agências de rating, ratings dos FIDCs, forma do fundo, cancelamentos, cedentes, administradores e gestores, custodiantes, empresas de auditoria, esforços na distribuição, eventos de avaliação ao longo do tempo, natureza do direito creditório, *benchmark* utilizado.

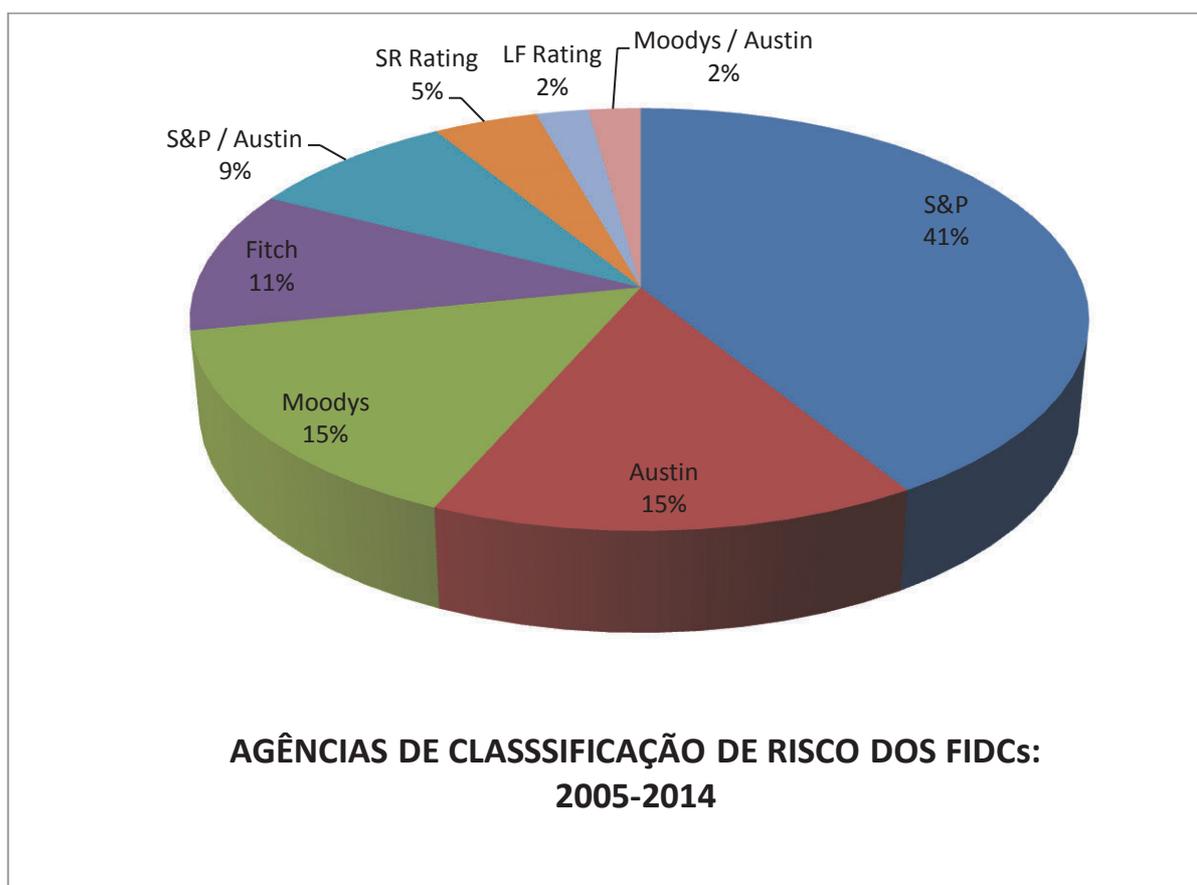
Embora a lista da Risk Office apresente 45 observações, nesse Momento Pré-Distribuição serão consideradas 46 observações sobre os 43 fundos presentes na lista, dos quais:

- a) O FIDC UNION NATIONAL FIDC FINANCEIROS E MERCANTIS (que até 31 de dezembro de 2014 não havia sido cancelado) apresentou problemas em duas séries de cotas (esse fundo lançou 6 séries de cotas seniores), que serão contadas como duas observações distintas.
- b) O FIDC BV FINANCEIRA FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS VI (que até dezembro de 2014 também não havia sido cancelado) também apresentou problema em eventos de avaliação em dois meses distintos: junho e dezembro, e que serão contadas também como duas observações distintas.
- c) O FIDC LINK FUNDO DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS acabou utilizando o mesmo CNPJ para formar outro fundo, gerando a 46ª observação representada pelo CORP MULTISSETORIAL - FIDC, informação essa que não constava na planilha da Risk Office.

#### 4.1.1 AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

A maioria dos FIDCs da amostra que passou por eventos de avaliação contratou a Standard and Poors como agência de classificação de risco: 41% das observações. Em seguida veio a Austin Rating com 15% das observações. Alguns fundos contrataram duas agências de classificação de risco, sendo que a Austin contratada em conjunto com a S&P em 9% das observações e em conjunto com a Moody's em 2% das observações. O gráfico um, a seguir, mostra como ficou a distribuição das agências de rating nos FIDCs em eventos de avaliação entre 2005 e 2014.

**GRÁFICO 01 – AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DOS FIDCS DA AMOSTRA**

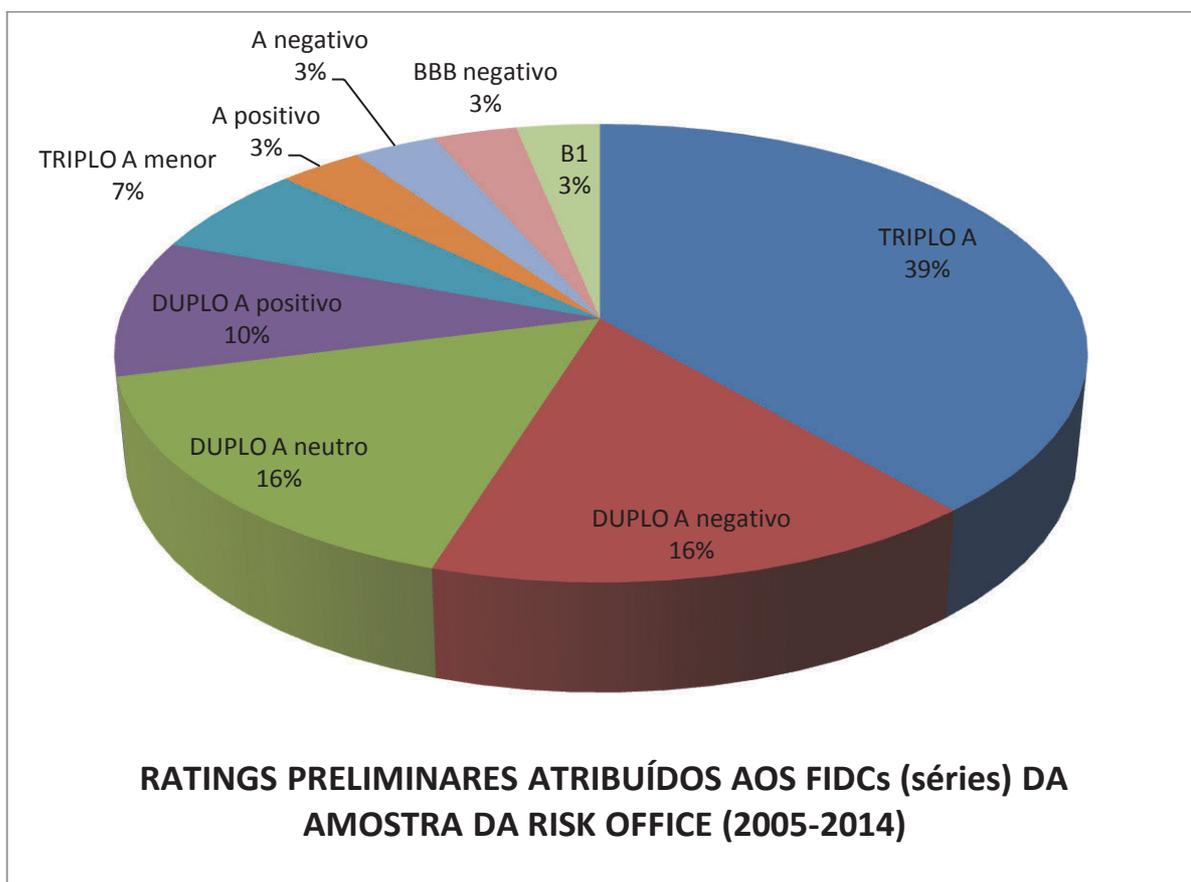


Fonte: elaboração do autor.

#### 4.1.2 RATINGS ATRIBUÍDOS AOS FIDCS DA AMOSTRA

Nesse quesito, a nota de rating preliminar mais frequente da amostra foi o triplo A (AAA), com 39% das observações. Em seguida, com 16% das observações apareceu o duplo A negativo, 16% para o duplo A neutro e 10% para o duplo A positivo. Se forem consideradas em conjunto, as diferentes categorias de duplo A totalizam 42%. A distribuição dos ratings pode ser vista no gráfico dois.

**GRÁFICO 02 – RATINGS PRELIMINARES DOS FIDCS DA AMOSTRA**



Fonte: elaboração do autor.

#### 4.1.3 FORMA DO FIDC (CONDOMÍNIO)

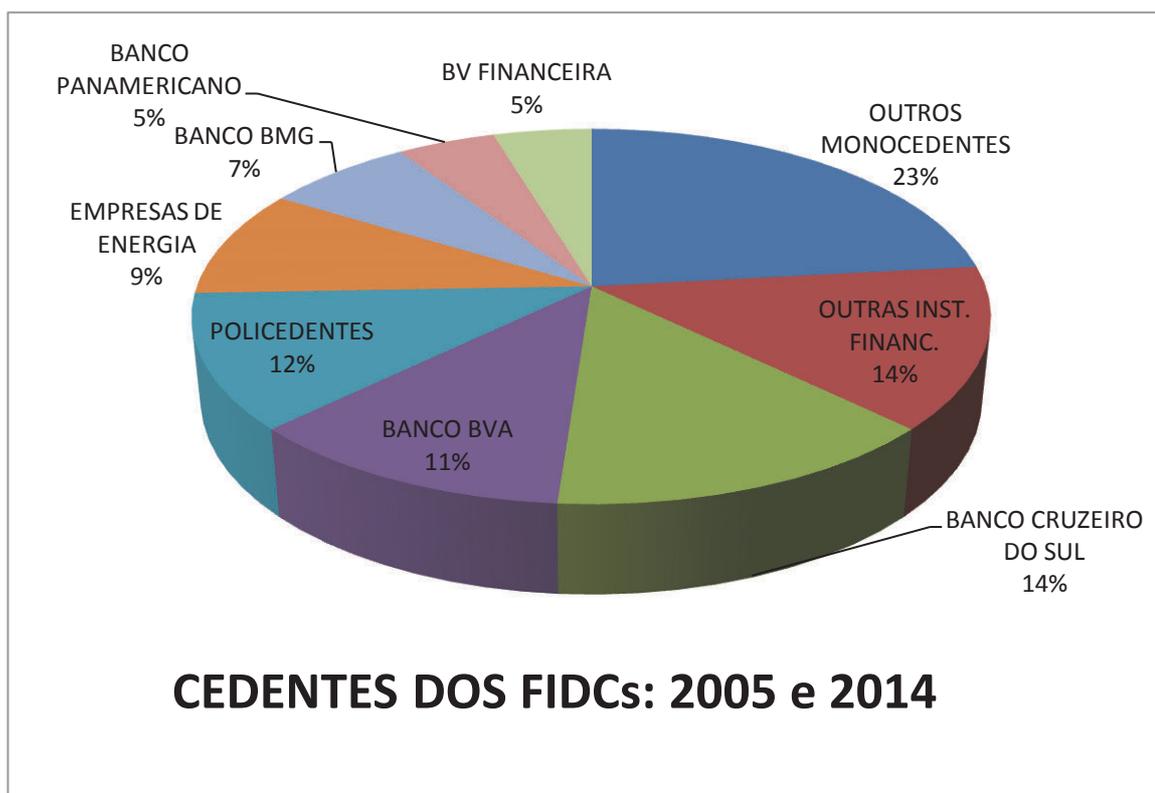
A maioria dos FIDCs apresentou a forma fechada: 78% das observações. Os 22% restantes estavam na forma aberta. Nos FIDCs fechados o resgate antes do vencimento das séries de cotas (resgate antecipado) só pode ocorrer caso a assembleia de cotistas delibere por

essa decisão. Todos os regulamentos encontrados preveem regras e condições para tais procedimentos.

#### 4.1.4 CEDENTES

Entre 2005 e 2014, na amostra da Risk Office 59% dos FIDCs que passaram por eventos de avaliação já haviam sido cancelados até 31 de dezembro de 2014, estando em atividade (registrados) 41% das observações. A maioria dos FIDCs que sofreram eventos de avaliação são monocedentes em 88% das observações, sendo que 12% são policedentes. Cabe destacar entre os monocedentes os seguintes casos: 14% de FIDCs cujo cedente é o Banco Cruzeiro do Sul S.A.; 11% de FIDCs cujo cedente é o Banco BVA S.A.; 7% de FIDCs cujo cedente é o Banco BMG; 5% de FIDCs cujo cedente é o Banco Panamericano S.A. e 5% de FIDCs cujo cedente é a BV Financeira.

Essas cinco instituições financeiras respondem por 42% dos FIDCs da amostra. Os seguintes bancos, Cruzeiro do Sul, BVA e Panamericano sofreram intervenção e liquidação do Banco Central. O BMG teve alguns de seus executivos condenados por simularem empréstimos no que abasteceram o chamado “esquema do mensalão” (VALOR ECONÔMICO, 2012). Já a BV Financeira, parcialmente vendida ao Banco do Brasil pelo Banco do Brasil em 2009, chegou a ter uma das maiores carteiras de crédito relativo ao financiamento de veículos, e posteriormente sofreu com a crise no setor (ANFIDC, 2012). Outros 14% dos FIDCs da amostra envolvem outras instituições financeiras, que no seu conjunto representam 56% da amostra (instituições financeiras como cedentes). Entre os cedentes que não são financeiros, além dos 12% policedentes, 9% são cedentes de empresas de energia, tanto energia elétrica, quanto de combustíveis. Tudo isso pode ser visualizado no gráfico a seguir:

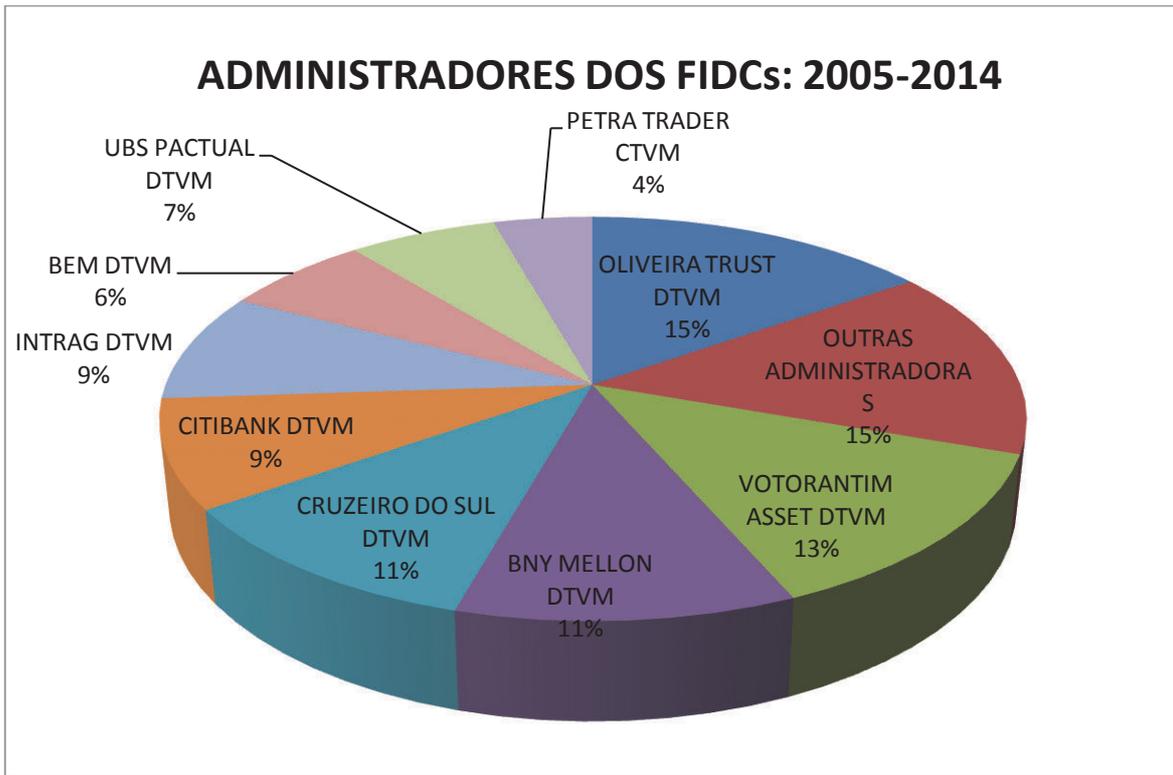
**GRÁFICO 03 – CEDENTES DOS FIDCS DA AMOSTRA**

Fonte: elaboração do autor.

#### 4.1.5 ADMINISTRADORES E GESTORES

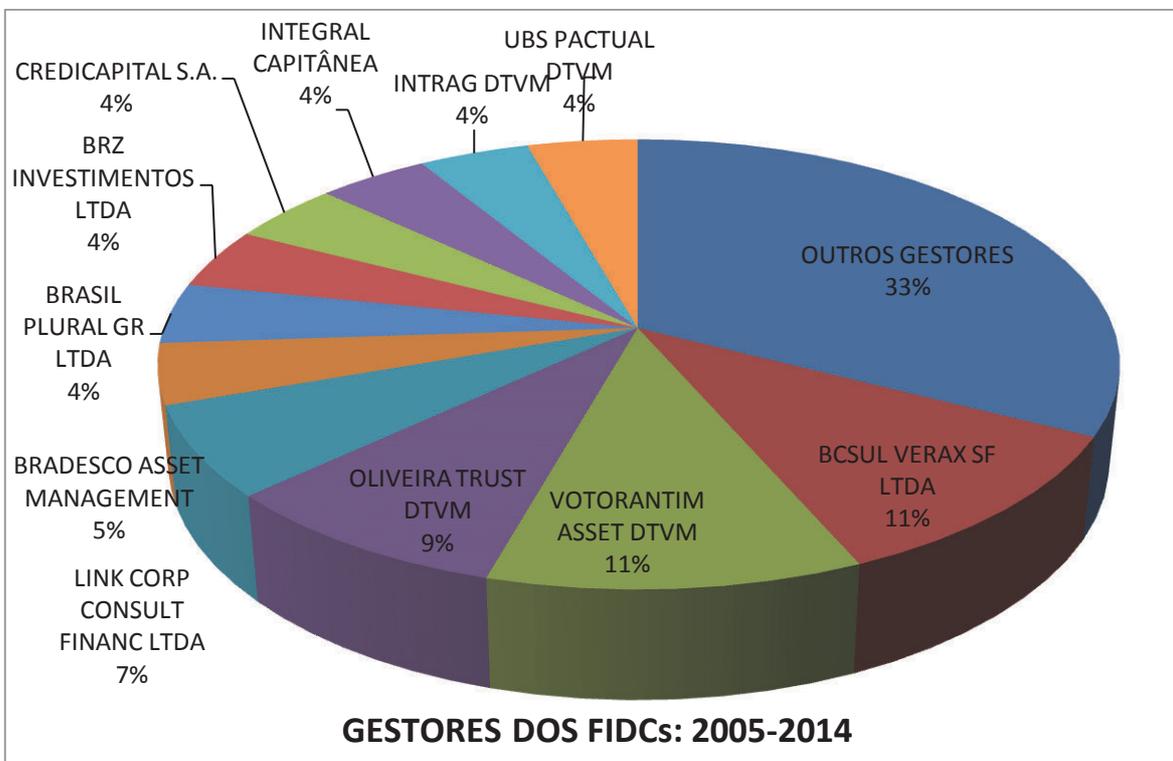
Através dos gráficos 4 e 5 é possível visualizar que os administradores e gestores são bem pulverizados. As únicas concentrações que chamam a atenção são da Oliveira Trust com 15% e 9% respectivamente; a Votorantim Asset Management com 13% e 11% respectivamente; e a Cruzeiro do Sul DTVM / BCSul Verax (duas empresas do mesmo grupo) com 11% em ambas as posições. Apesar disso, a maioria dos administradores e gestores dos FIDCs da amostra pertencem a instituições diferentes como é possível visualizar pelo gráfico 6. Logo, esse fator (mesmo administrador e gestor) não parece ser decisivo para indicar um FIDC com grandes chances de passar por um ou mais eventos de avaliação.

**GRÁFICO 04 – ADMINISTRADORES DOS FIDCS DA AMOSTRA**



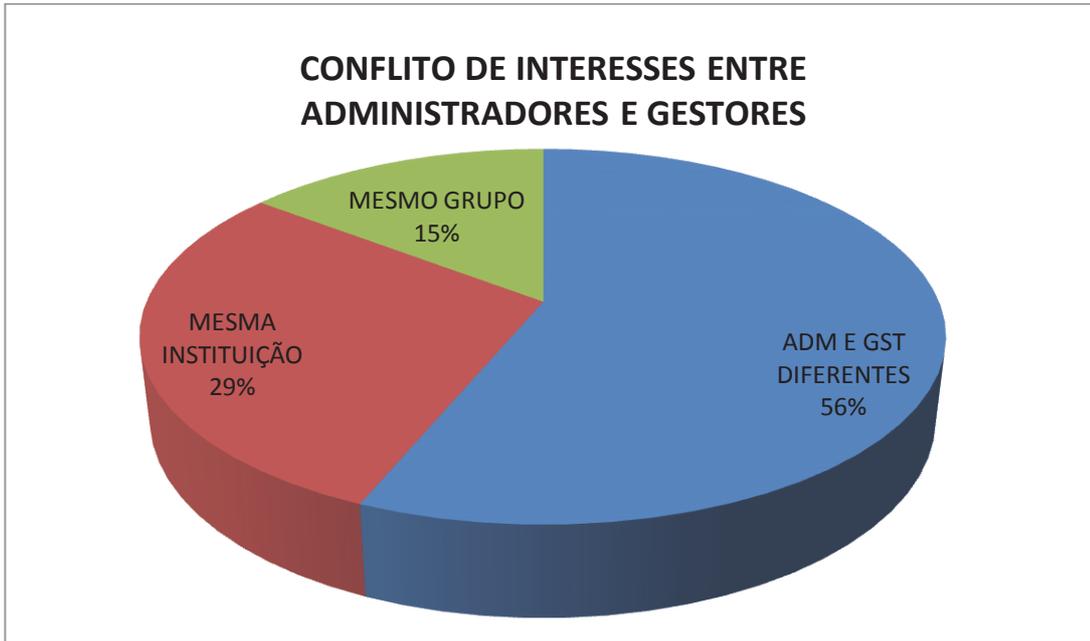
Fonte: elaboração do autor.

**GRÁFICO 05 – GESTORES DOS FIDCS DA AMOSTRA**



Fonte: elaboração do autor.

### GRÁFICO 06 – CONFLITOS DE INTERESSES ENTRE ADMINISTRADORES E GESTORES

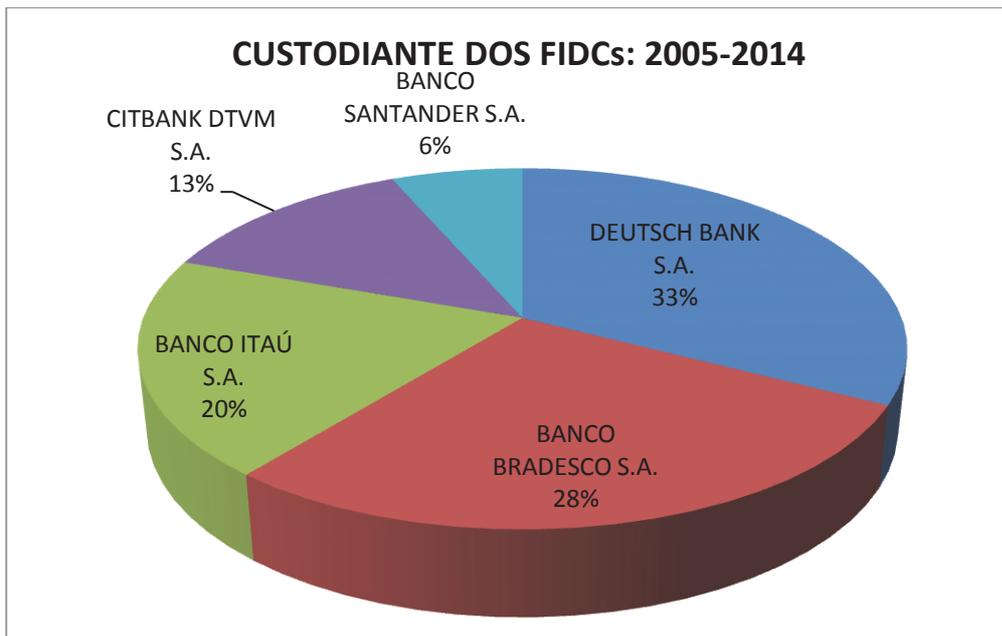


Fonte: elaboração do autor.

#### 4.1.6 CUSTÓDIA

O mercado de instituições custodiantes é bem restrito, sendo representado por apenas cinco instituições financeiras: Deutsch Bank com 33%, Bradesco com 28%, Itáú com 20%, Citibank (DTVM) com 13% e Santander com 6% como pode ser visto no gráfico a seguir:

### GRÁFICO 07 – INSTITUIÇÕES CUSTODIANTES DOS FIDCS DA AMOSTRA

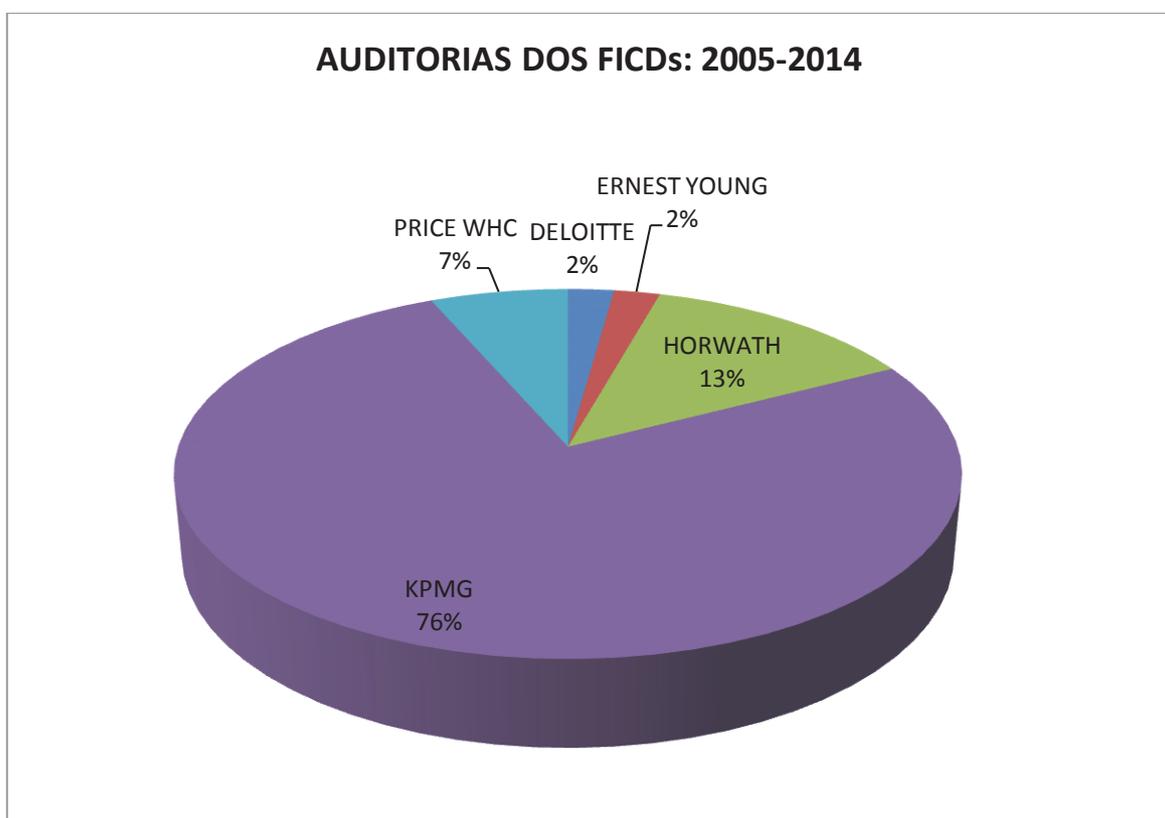


Fonte: elaboração do autor.

#### 4.1.7 AUDITORIAS

Já o mercado das auditorias para FIDCs embora seja restrito a poucas empresas apresenta uma forte concentração da KPMG como empresa contratada para essa função, correspondendo a 76%. Destaca-se também o fato da Crowe Howath estar presente em todos os FIDCs que passaram por eventos de avaliação e lançados pelo Banco Cruzeiro do Sul e também no FIDC da Bancoop. Tanto o banco quanto o banco cooperativo sofreram intervenções do Banco Central que foram bastante comentadas na imprensa.

**GRÁFICO 08 – EMPRESAS DE AUDITORIAS CONTRATADAS PELOS FIDCS DA AMOSTRA: 2005-2014**



**Fonte:** elaboração do autor.

#### 4.1.8 ESFORÇOS NA DISTRIBUIÇÃO

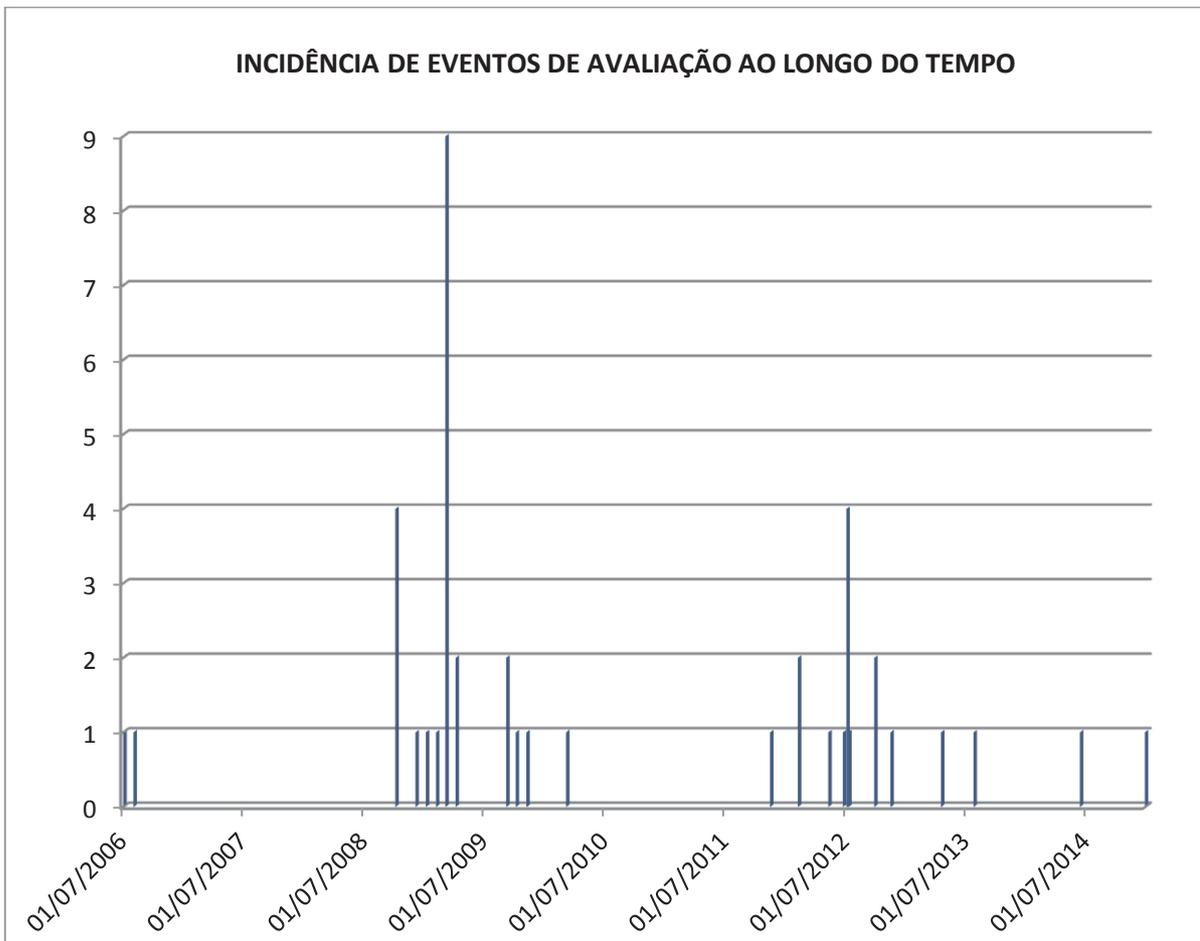
A grande maioria das FIDCs foi distribuída aos investidores qualificados sob as condições da ICVM 400, melhores esforços, apresentando 83% das observações. Já sob a

ICVM 476, esforços restritos ficaram 13% das observações. Finalmente 4% das observações foram FIDCs que emitiram séries tanto pela ICVM 400 quanto pela ICVM 476.

#### 4.1.9 DISTRIBUIÇÃO DOS EVENTOS DE AVALIAÇÃO AO LONGO DO TEMPO

Nesses 10 anos analisados, houve concentração de *defaults* em três meses: março de 2009 (20%), junho de 2012 (13%) e outubro de 2008 (9%), como podem ser vistos no gráfico 9 a seguir:

**GRÁFICO 09 – INCIDÊNCIAS DE EVENTOS DE AVALIAÇÃO NOS FIDCS AO LONGO DO TEMPO: 2005-2014**

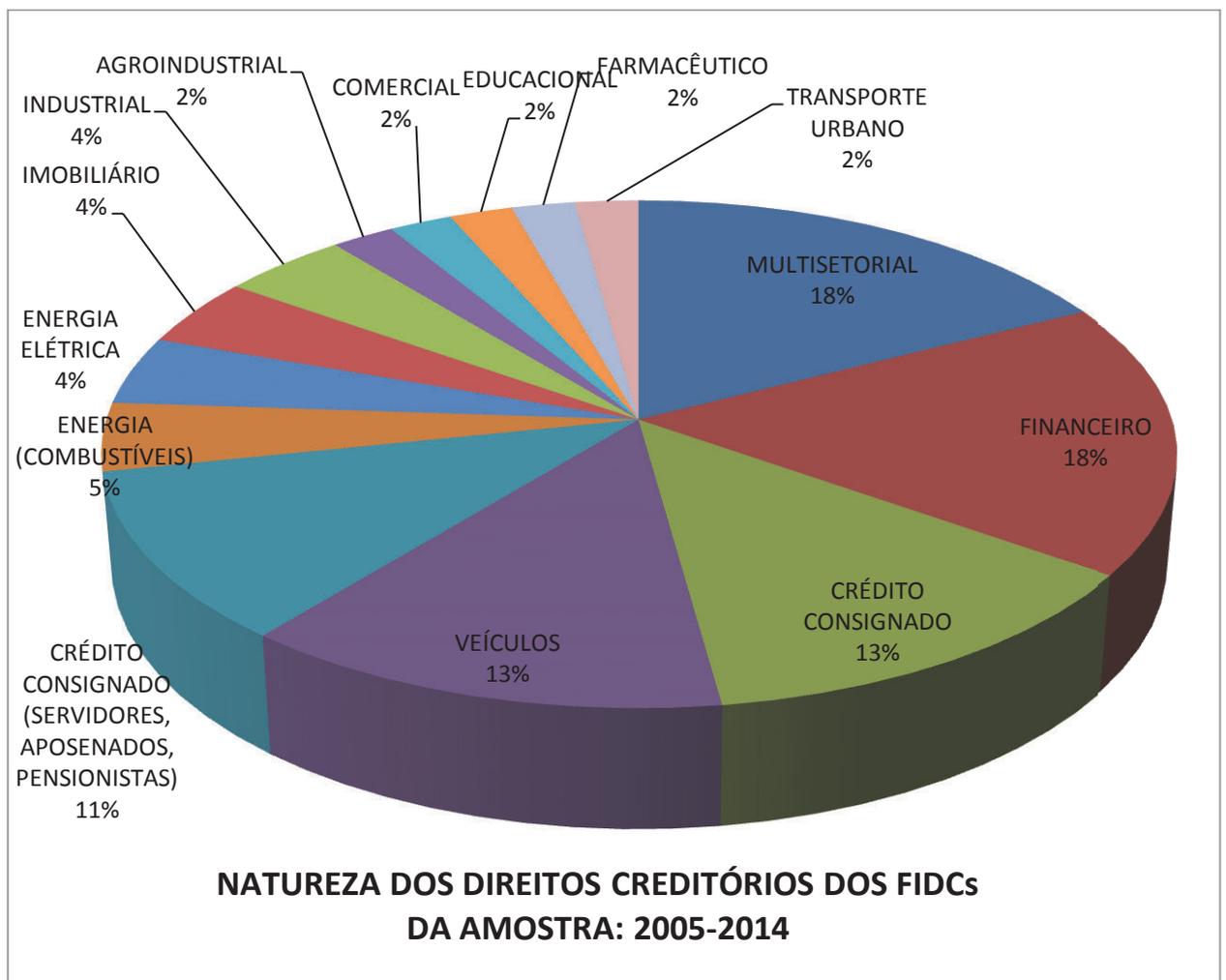


Fonte: elaboração do autor.

#### 4.1.10 NATUREZA DOS DIREITOS CREDITÓRIOS

Não existe concentração relevante de direitos creditórios em algum setor específico como se pode visualizar no gráfico 10. Porém, se considerarmos os créditos consignados e os financiamentos de veículos como estando dentro do mesmo grupo dos direitos creditórios financeiros (no gráfico foi considerado financeiro o crédito corporativo), aí sim há uma concentração de 52%, ou seja, metade dos direitos creditórios utilizados, cuja inadimplência dos sacados depende das condições do mercado de crédito e suas volatilidades, e não necessariamente de um setor específico de atividade econômica.

**GRÁFICO 10 – NATUREZA DOS DIREITOS CREDITÓRIOS DOS FIDCS DA AMOSTRA**

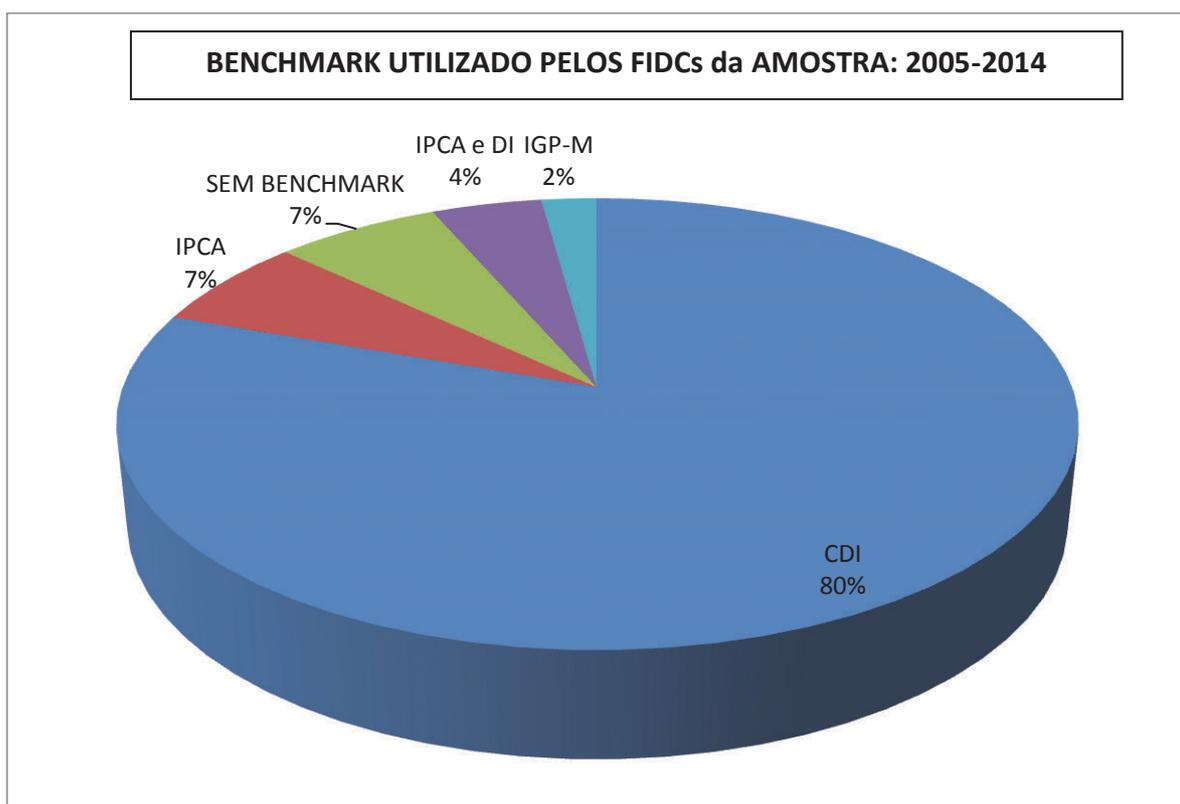


Fonte: elaboração do autor.

#### 4.1.11 BENCHMARK ESCOLHIDO

Além da elevada concentração da KPMG como empresa de auditoria, outra concentração relevante dos FIDCs da amostra refere-se ao benchmark escolhido para remunerar os investidores, e que normalmente possuem um adicional percentual sobre o referido benchmark. Em 80% foi escolhido o DI, seguido pelo IPCA com 7%. Em dois FIDCs (Union National com seis séries e Coral com série única) representados por três séries não há benchmark ou rentabilidade alvo: os prospectos falam apenas em valorização. Em seguida aparecem os FIDCs que utilizam uma combinação do DI com o IPCA, o que representou 4% da amostra. Só 2% dos fundos usaram o IGP-M, conforme o gráfico 11.

**GRÁFICO 11 – BENCHMARK UTILIZADO PELOS FIDCS DA AMOSTRA**



**Fonte:** elaboração do autor.

## 4.2 ATIVIDADE PÓS-DISTRIBUIÇÃO: MONITORAMENTO (ATÉ SITUAÇÃO FINAL EM 2015)

Diferentemente do Momento Pré-Distribuição, as observações desdobradas (séries ou a continuação do FIDC Link) na Atividade Pós-Distribuição serão consideradas integradas aos seus respectivos FIDCs, gerando um total de 43 FIDCs, aos quais será acrescentado o 44º FIDC representado pelo FIDC SABEMI FINANCEIRO II, que também foi cancelado na mesma época do FIDC SABEMI FINANCEIRO I, mas em cuja observação feita na lista da Risk Office se apresenta como um FIDC também cancelado na mesma época.

### 4.2.1 POTENCIAL CONFLITO DE INTERESSES (TEORIA DA AGÊNCIA)

Na Atividade Pós-Distribuição essa pesquisa irá considerar os seguintes participantes da operação que dão suporte para a existência do fundo que irá se receber os recursos dos investidores (cotistas):

- a) Originador: dos direitos creditórios cedidos ao fundo;
- b) Cobrador primário: dos direitos creditórios cedidos ao fundo;
- c) Estruturador/Distribuidor do fundo
- d) Administrador do fundo
- e) Gestor da carteira do fundo
- f) Custodiante dos documentos pertinentes aos direitos creditórios
- g) Auditoria: empresa de auditoria contratada para auditar as demonstrações financeiras do fundo;
- h) Agência de classificação de risco das cotas emitidas pelo fundo.

O administrador do fundo é o participante central da operação. Possui a obrigação de contratar os demais prestadores de serviço: empresa de auditoria, custodiante, auditoria, agência de classificação de risco e gestão de ativos. Deve contratar também um escritório de advocacia para prestar assessoria jurídica ao fundo de investimento. Além disso, o administrador deve também ser o responsável pela confecção dos relatórios trimestrais para os cotistas e o envio de informações para as agências de classificação de risco, bem como prestar esclarecimentos para autoridades fiscalizadoras: BACEN, CVM, ANBIMA (representante do setor privado), CETIP, BOLSA DE VALORES (para o caso das cotas serem negociadas no mercado secundário) ou qualquer outra instituição considerada chave na fiscalização do setor

de atividades na qual o fundo está inserido, como por exemplo, a SUSEP para o caso dos FIDCs aonde os cedentes são empresas de seguros.

O custodiante representa a parte mais operacional do fundo em termos de documentação. Normalmente possui as seguintes atribuições: verificar os critérios de elegibilidade, gerenciar as atividades operacionais do fundo, realizar as transferências de dinheiro, manter cópias em banco de dados dos direitos creditórios adquiridos pelo fundo, verificar os índices de disparo (de gatilhos) de eventos de avaliação, realizar cálculos diários dos valores das cotas e do patrimônio líquido, ser o prestador de serviços reserva em caso de falência do originador dos direitos creditórios (cedente), enviar para as agências de classificação de risco relatórios sobre o monitoramento dos pagamentos dos direitos creditórios, confeccionar as demonstrações contábeis do fundo (anuais e mensais), e monitorar o desempenho dos pagamentos, inclusive enviando notificações.

Já o gestor auxilia o administrador na condução da política de investimentos do fundo. Quando o fundo negocia direitos creditórios cujas atividades estão além daquelas tradicionalmente gerenciadas pelo sistema financeiro, os fundos costumam contratar consultorias especializadas. Por exemplo, quando os direitos creditórios são oriundos de operações imobiliárias. A função de gestão pode até vir a ser realizada pelo administrador conforme o perfil operacional da entidade.

Essa análise dos fundos irá considerar que esse volume enorme e diversificado de obrigações e contratos carrega o potencial de conflitos de interesse, especialmente quando as entidades participantes pertencerem ao mesmo grupo econômico, pois nesse caso a contratada terá que confrontar as obrigações assinadas em contrato com os interesses dos controladores da entidade. Desse modo, serão levantados quantos participantes pertencem ao mesmo grupo econômico e essa quantidade irá gerar a seguinte escala:

- a) cada instituição (um) pertence a um grupo econômico distinto: baixíssimo potencial de conflito de interesses;
- b) duas instituições pertencem ao mesmo grupo econômico: baixo potencial de conflito de interesses;
- c) três instituições pertencem ao mesmo grupo econômico: médio potencial de conflito de interesses;
- d) quatro instituições pertencem ao mesmo grupo econômico: elevado potencial de conflito de interesses;

- e) cinco ou mais instituições pertencem ao mesmo grupo econômico: elevadíssimo potencial de conflito de interesses;

#### 4.2.2 EVENTOS DE AVALIAÇÃO (TEORIA DO RISCO)

Embora o termo “default” esteja mais associado ao aspecto financeiro (“calote”), esse termo se faz referência ao descumprimento de qualquer cláusula importante que vincula credor e devedor, não devendo ser, portanto, restrito a incapacidade de cumprir com as obrigações financeiras. Para evitar o default, os fundos de investimento, e nesse caso, também os FIDCs, realizam reuniões de acionistas (ordinárias ou extraordinárias) para avaliar as situações que levem a esses descumprimentos do contrato, ou regulamento do fundo.

Os eventos de avaliação que são discutidos nessas assembleias podem ser de duas naturezas: eventos de avaliação do fundo e eventos de liquidação antecipada. Os EVENTOS DE AVALIAÇÃO DO FUNDO são uma forma de monitoramento por parte dos acionistas em conjunto com os administradores, gestores e custodiantes. Já nos EVENTOS DE LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA os acionistas irão decidir pela liquidação antecipada do fundo a fim de evitar potenciais situações de default, ou mesmo prejuízos maiores, tudo isso em conjunto com os administradores e gestores. A decisão é feita por meio de votação, e são feitas atas dessas assembleias, que no caso do Brasil, são exigidas periodicamente pela CVM para serem entregues depois de devidamente registradas.

Os eventos de avaliação estão associados riscos desse tipo de operação estruturada. Como não existe um modelo uniforme para todos os FIDCs, os riscos de cada fundo serão derivados da montagem dessas estruturas. Esses riscos são avaliados pelos estruturadores da operação, pelos administradores e gestores, bem como pelas agências de classificação de risco em seus relatórios. Esses riscos todos já foram discutidos no capítulo referente à Teoria dos Riscos. No Regulamento estarão definidos quais eventos serão de avaliação do fundo e quais eventos serão de liquidação antecipada. Um determinado evento pode ser de avaliação num fundo, mas de liquidação no regulamento do outro fundo.

Os relatórios de classificação de risco em suas análises também fazem suas análises sobre esses riscos e eventos. Os analistas criaram parâmetros chamados “gatilhos”, que são indicadores numéricos de desempenho do fundo que poderão acionar ou não um evento de avaliação e/ou liquidação. Nesse trabalho serão apresentados os mais frequentes encontrados nos regulamentos dos FIDCs da amostra pesquisados. Nesses relatórios de classificação de

risco foi possível encontrar diversos “gatilhos” que são usados para monitorar esses fundos. Existem os gatilhos que estão presentes na maioria dos regulamentos de fundo, assim como os gatilhos próprios do fundo (próprios de como o fundo foi estruturado), próprios da atividade econômica ou setor do fundo. Os mais frequentes são:

- a) Índice de liquidez;
- b) Índice de sobrecolateralização: pode ser expresso como índice de subordinação, representado pela relação entre contas subordinadas e patrimônio líquido. É, portanto um percentual menor que 100%, sendo o seu nível estabelecido em regulamento. Sendo as cotas subordinadas que absorvem eventuais perdas, ela se constitui numa proteção das cotas seniores. Mas esse mesmo índice de sobrecolateralização pode aparecer sob a forma de Razão de Garantia, que seria a proporção do patrimônio líquido total sobre a proporção do volume de cotas seniores. Nesse caso, trata-se de um percentual maior que 100%. Por exemplo: se um determinado fundo tem um nível de subordinação de 20%, sua razão de garantia será de 125%. Pode acontecer da razão de garantia não ser atendida num determinado momento da vida do fundo. Nesse caso, os regulamentos geralmente estipulam um prazo para reenquadramento;
- c) Índice de solvabilidade: referente ao nível de solvência do originador dos direitos creditórios;
- d) Índice de solvência: é obtido a partir da soma de outros ativos e direitos creditórios adimplentes em relação a essa mesma soma total dos ativos do fundo. Esse valor deve estar presente no caixa e também cobrir o próximo resgate de cotas (próxima amortização);
- e) IQSB ou Excesso de Spread: é representado por uma média ponderada entre a remuneração dos ativos e passivos;
- f) Descasamento de taxas: taxa DI do dia sobre a taxa DI do dia anterior;
- g) Rebaixamento do rating: realizado pela agência de classificação de risco;
- h) Relação mínima: é representado pelo percentual entre o nível de ativo sobre o nível de patrimônio líquido;
- i) Reserva de amortização e pagamento;
- j) Reserva de caixa: nível de reserva disponível em relação ao caixa.
- k) Taxa de pré-pagamento: quando os sacados pagam antecipadamente os direitos creditórios, fazendo reduzir a rentabilidade das cotas.
- l) Volume de recompra: feitos pelo cedente junto ao fundo dos títulos vencidos ou em atraso.

Existem também os EVENTOS DE AMORTIZAÇÃO ANTECIPADA, que geralmente é representada por um dos seguintes eventos:

- a) Intervenção, liquidação extrajudicial ou Regime de Administração Especial Temporária (RAET) para os casos de instituições financeiras. No caso das instituições não financeiras, temo como eventos análogos: a decretação de falência, os deferimentos dos pedidos de recuperação judicial ou extrajudicial da cedente.
- b) Falha do custodiante em suas atribuições;
- c) Extinção ou qualquer outra forma de impedimento na utilização do índice escolhido como benchmark (CDI, IPCA, etc.);
- d) Qualquer outra situação que não honre algum dispositivo do contrato considerado crítico na operação estruturada representada pelo FIDC;
- e) Quando o nível de direitos creditórios atingir um determinado patamar em relação ao patrimônio líquido do fundo (geralmente 51%).

Há outras situações envolvendo os diversos participantes do fundo que podem engendrar eventos de avaliação ou liquidação antecipada, conforme estabelecido em regulamento:

- a) Quando o gestor cessar de prestar o serviço a qualquer tempo e por qualquer motivo;
- b) Quando houver alterações nos procedimentos de cessão de direitos creditórios ao fundo e de cobrança dos mesmos sem prévia aprovação do fundo;
- c) Aquisição dos direitos creditórios em desacordo com os critérios de elegibilidade, ou mesmo direitos sem documentos comprobatórios;
- d) Renúncia do custodiante ou rescisão do contrato do mesmo, sem que haja substituição do mesmo;
- e) Renúncia do administrador do fundo sem substituição da mesma;
- f) Quando a administradora do fundo deixar de convocar uma assembleia geral de cotistas por ocasião do surgimento de um evento de avaliação num determinado prazo de tempo (isso é observado pelas agências de classificação de risco);

O atraso no pagamento dos direitos creditórios também é outra grande preocupação para os administradores e acionistas do fundo. Normalmente os níveis de atraso nos pagamentos são considerados EVENTOS DE MONITORAMENTO, mas nada impede que façam parte também dos eventos de avaliação citados anteriormente. Existem regulamentos

que denomina esses percentuais de atraso de ÍNDICES DE DESEMPENHO, que por sua vez recebem as seguintes denominações:

- a) ÍNDICE DE ATRASO: nível de atraso dos direitos creditórios entre 01 a 30 dias.
- b) ÍNDICE DE INADIMPLÊNCIA: nível de atraso dos direitos creditórios entre 31 a 120 dias.
- c) ÍNDICE DE DEFAULT: nível de atraso dos direitos creditórios entre 121 a 180 dias.
- d) ÍNDICE DE LANÇAMENTO DE PERDA: nível de atraso dos direitos creditórios que seja maior que 180 dias.

Existem também os ÍNDICES DE CONCENTRAÇÃO, que podem ser apenas do monitoramento ou estar presentes como um dos eventos de avaliação, ou mesmo como de amortização/liquidação antecipada, desde que sua violação venha a se constituir num nível de risco que ameace a continuidade do FIDC em seu prazo de duração previsto. Tudo depende dos riscos envolvidos (Teoria dos Riscos) e dos objetivos propostos pelo fundo. Normalmente esses índices de concentração são:

- a) Limite por concentração de devedor ou de grupo de devedores (ex: aposentados do INSS, militares, funcionários federais, funcionários estaduais, funcionários municipais, 10 maiores devedores, etc.);
- b) Limite de concentração por setor de atividade (quando os direitos creditórios possuem origem em diferentes setores de atividade, carregando, portanto, o risco do setor de atividade);
- c) Limite por concentração pela qualidade dos empréstimos que constituem o direito creditório (cujas notas são atribuídas pela instituição financeira cedente dos créditos);
- d) Limite de concentração por garantias.

#### 4.2.3 ANÁLISE DE CASOS

Embora a amostra da pesquisa tenha 44 FIDCs, somente em metade da amostra (22 FIDCs) será apresentada uma análise mais detalhada da dinâmica dos eventos ao longo da vida desses fundos. Nesses 22 casos será possível identificar exemplos dos diversos tipos de eventos de avaliação que são discutidos pelos cotistas nas assembleias, e até mesmo as divergências de rating quando um mesmo fundo contrata mais de uma agência de

classificação de risco. Porém, os resultados finais sobre os eventos de avaliação identificados nos 44 fundos serão apresentados no item 4.2.4.

A razão para tal procedimento está em não tornar essa apresentação de casos tão extensa em detalhes quanto seria, caso fossem apresentados as análises detalhadas de todos os 44 FIDCs. Nesses 22 FIDCs de análise mais detalhada serão selecionados preferencialmente os FIDCs criados por instituições financeiras, mas há alguns FIDCs de fornecedores (Petrobrás e Embraer), de grupos estrangeiros (Comanche) e nacionais (Coral), bem como um caso de FIDC com contratos imobiliários. Para o restante dos 22 FIDCs serão apresentados somente os resultados apurados de eventos de avaliação identificados.

Conforme a ordem de apresentação da lista da Risk Office (Apêndice B), os 22 FIDCs selecionados para análise mais detalhada são os seguintes:

- FIDCs 11 ao 17: FIDCs dos bancos BMG, Matone, Bonsucesso, BVA e da financeira Intermedium.
- FIDCs 24 ao 27: FIDCs da Bancoop, Setransp, BVA e Comanche Clean Energy.
- FIDCs 29 e 30: FIDCs do Grupo Coral e do Banco Cruzeiro do Sul.
- FIDCs 35 ao 37: FIDCs da Embraer, Banco Cruzeiro do Sul e BVA.
- FIDCs 39 ao 44: FIDCs da BV Financeira, Panamericano, Trendbank, Petrobrás e Empírica Domus.

Em seguida todos os eventos de avaliação identificados pelos 44 FIDCs (incluindo a metade da amostra apresentada como análise de caso) terão seus resultados sumarizados numa tabela. Esses resultados serão então, cruzados com o grau potencial de conflito de interesses em busca de um padrão para cada grau. A sequência dos 22 FIDCs de análise de caso mais detalhada irá seguir a sequência apresentada no APÊNDICE A.

#### FIDC 11: BMG FIDC CONSIGNADOS PÚBLICO VII

CNPJ: [09.405.517/0001-35](https://cnpj.gov.br/09.405.517/0001-35)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado multisérie com prazo de duração de 240 meses, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes:

- R\$ 415.500.000,00 em cotas seniores com prazo de 48 meses;

- R\$ 85.000.000,00 em cotas subordinadas júnior;

Portanto, o grau de subordinação do fundo é de 17%.

#### DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de uma carteira de empréstimos pessoais em consignação contraídos junto ao Banco BMG S.A. Desse modo o FIDC é monocedente, e polisacado.

#### GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: Banco BMG S.A.

Cobrança primária: Banco BMG S.A.

Estruturador: Integral Trust Serviços Financeiros Ltda

Administrador: Intrag DTVM S.A.

Gestor: Credcapital S.A.

Custodiante: Banco Itaú S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Moody's, com rating inicial Aaa para as cotas seniores.

O fundo iniciou suas atividades em março de 2008, terminando o ano com um patrimônio líquido de R\$ 177,2 milhões e um nível de subordinação de 27,6%. Porém, ainda em novembro desse mesmo ano o banco foi obrigado a recomprar uma quantidade expressiva de crédito por conta de uma falha no sistema de originação de créditos do Banco BMG, que permitiu a aquisição de direitos creditórios fora do que especifica o regulamento.

Em março a Moody's rebaixou o rating das cotas seniores para Aa2 em função da deterioração da situação financeira do Banco BMG, bem como dos problemas ligados ao sistema de originação do banco, que obrigavam o banco a recompras de créditos nos últimos meses.

Esse rebaixamento de rating feito pela Moody's obrigou o administrador se convocar uma assembleia para evento de avaliação em abril, quando o gestor do fundo propôs alteração em alguns gatilhos: aumento da taxa de pré-pagamento, aumento da subordinação para 25% e

aumento da taxa de sessão. A assembleia de cotistas se reuniu novamente em maio quando o gestor propôs também a antecipação da amortização das cotas seniores, bem como a obtenção de rating AAA para cotas seniores. Todas as propostas foram aprovadas, e decidiu-se também para a finalização da amortização em fevereiro de 2011. Decidiu-se também que o rebaixamento não caracteriza evento de liquidação do fundo.

A partir de junho de 2010 a S&P passou a monitorar as cotas seniores do fundo, concedendo o rating AAA. A partir daí o nível de subordinação passou a se situar em torno de 30%, sendo que a partir de junho 2010 o fundo começou a amortizar as cotas seniores até a finalização do processo em fevereiro de 2011. Naturalmente com as amortizações, o grau de subordinação do fundo foi subindo até atingir o nível de 58,17% no final de 2010. Depois disso o fundo não mais negociou direitos creditórios, tendo sido cancelado em 2013.

Evento de avaliação discutido em assembleia: rebaixamento do rating das cotas seniores.

#### FIDC 12: BMG FIDC – CRÉDITOS CONSIGNADOS VI

CNPJ: [08.503.969/0001-97](https://cnpj.gov.br/08.503.969/0001-97)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado multisérie com prazo de duração de 240 meses, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes:

- R\$ 539.100.000,00 em cotas seniores com prazo de 48 meses (três distribuições distintas);
- R\$ 91.647.000,00 em cotas subordinadas júnior (três distribuições distintas);

Portanto, o grau de subordinação do fundo é de 17%.

DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de uma carteira de empréstimos pessoais para aposentados, pensionistas e funcionários públicos em consignação contratados junto ao Banco BMG S.A. Desse modo, o FIDC é monocedente e polisacado.

GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: Banco BMG S.A.

Cobrança primária: Banco BMG S.A.

Estruturador: Banco BMG S.A.

Administrador: Intrag DTVM S.A.

Gestor: Integral Capitânea

Custodiante: Banco Itaú S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Moody's, com rating inicial Aaa para as cotas seniores.

O fundo começou a operar em dezembro de 2006, tendo realizado três distribuições para a primeira série de cotas: dezembro de 2006, março e novembro de 2007. Em junho de 2008, os acionistas aprovaram em assembleia alterações no regulamento sobre o evento de avaliação referente oriundo de pré-pagamento. No final de 2008, foi percebida uma falha operacional no originador que permitiu a aquisição de direitos creditórios forma das especificações do regulamento. A Moody's colocou então as cotas seniores do fundo em observação negativa.

Em março de 2008 a Moody's rebaixou as cotas seniores para Aa2, gerando desse modo um evento de avaliação. Os acionistas então se reuniram em abril e maio de 2009 por conta do evento de avaliação gerado pelo rebaixamento de rating. Foram aprovadas alterações em alguns parâmetros como o aumento da subordinação para 25%, o aumento da reserva de pagamento, aumento na taxa de cessão. Os acionistas propuseram também que fosse conseguido um rating AAA sob a forma de uma segunda opinião para que se evitasse um novo evento de avaliação.

A partir de julho de 2009 já as cotas seniores já podem contar com um triplo A fornecido pela Standard and Poors, que passou a monitorar o fundo. O nível de subordinação se manteve um pouco acima de 25%, dando um salto para 44% no final de 2010. Porém, ao contrário do fundo BMG FIDC CONSIGNADOS PÚBLICOS VII, esse fundo ainda continua registrado, pois os acionistas não haviam optado por antecipar as amortizações.

Evento de avaliação discutido em assembleia: rebaixamento do rating das cotas seniores.

### FIDC 13: FIDC INTERMEDIUM CRÉDITOS CONSIGNADOS

CNPJ: [08.752.437/0001-93](#)

#### COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado multisérie com prazo de duração de indeterminado, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes, tendo ao longo de sua existência emitido diversas séries de cotas seniores, além da subordinada:

- R\$ 31.000.000,00 em cotas seniores, 1ª série, com prazo de duração de 48 meses;
- R\$ 6.900.000,00 em cotas seniores, 2ª série, com prazo de duração de 48 meses;
- R\$ 80.000.000,00 em cotas seniores, 3ª série, com prazo de duração de 48 meses;
- R\$ 80.000.000,00 em cotas seniores, 4ª série, com prazo de duração de 48 meses (CANCELADA);
- R\$ 53.900.000,00 em cotas subordinadas júnior ao longo das quatro séries emitidas;

No seu início, o grau de subordinação inicial do fundo foi estabelecido em 25%.

#### DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de uma carteira de empréstimos pessoais (contratos de mútuo) para aposentados, pensionistas e funcionários públicos em consignação oriundos da Intermedium Crédito, Financiamento e Investimento S.A. Desse modo, o FIDC é monocedente e polisacado.

#### GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: UBS Pactual

Cobrança primária: UBS Pactual

Estruturador: UBS Pactual

Administrador: UBS Pactual

Gestor: UBS Pactual

Custodiante: Banco Bradesco S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Moody's, com rating inicial Aaa para as cotas seniores.

O fundo começou a operar em novembro de 2007. Menos de um ano depois, em agosto de 2008 o fundo distribuiu sua segunda série de cotas seniores. Durante o primeiro ano de funcionamento o grau de subordinação se manteve dentro do estabelecido pelo fundo, tendo oscilado entre 26% a 29%. Foi somente em fevereiro de 2009 que o grau de subordinação caiu para 24%, mantendo próximo aos 25%, mas abaixo até junho de 2009. Porém, em assembleia de cotistas realizada no dia 08 de maio de 2009 os cotistas decidiram a contratação de uma nova agência de rating e que deveria emitir um rating com nota AA para evitar que fosse caracterizado evento de avaliação. Com o rating AA emitido pela nova agência contratada (S&P), o fundo conseguiu recuperar o grau de subordinação, que atingiu 33,90% em agosto de 2009.

No início de 2011 a primeira série de cotas foi amortizada e foi emitida a terceira série de cotas. O nível de subordinação oscilou entre 32% e 43% até março de 2012, quando a segunda série de cotas também foi resgatada, permanecendo somente a terceira séries de cotas seniores e as subordinadas, pois a emissão da quarta série de cotas seniores foi cancelada. Com a terceira série de cotas o nível de subordinação foi se aproximando dos 25% até atingir 25,59% em dezembro de 2013. A terceira série venceu em junho de 2014, já considerando que o prazo de duração do fundo fora alterado em reunião de cotistas anteriormente realizada.

Evento de avaliação discutido em assembleia: nível de subordinação abaixo do proposto pelo regulamento.

#### FIDC 14: FIDC MATONE EMPRÉSTIMOS CONSIGNADOS – SERVIDORES PÚBLICOS

CNPJ: [11.662.237/0001-54](https://cnpj.gov.br/11.662.237/0001-54)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio aberto com prazo de duração de indeterminado, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes:

- R\$ 500.000.000,00 em cotas seniores, com prazo de duração indeterminado;
- R\$ 88.200.000,00 em cotas subordinadas, também com prazo indeterminado de duração;

Portanto, o grau de subordinação do fundo foi estabelecido em 15%.

#### DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de uma carteira de créditos do Banco Matone consignados em folha de pagamento, formalizados por meio de CCBs. Desse modo, o FIDC é monocedente e polisacado.

#### GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: Banco Matone S.A.

Cobrança primária: Banco Matone S.A.

Estruturador: Banco BTG Pactual

Administrador: BTG Pactual DTVM

Gestor: BTG Pactual Asset Management S.A.

Custodiante: Deutsch Bank S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Standard and Poors, com rating inicial A para as cotas seniores.

O fundo começou a operar em março de 2010, e foi subindo o seu grau de subordinação até atingir 26,58% em novembro de 2011. Em junho de 2012, porém, o grau de subordinação já havia caído para 16,30% até que entre julho e agosto o nível de subordinação ficou abaixo de 15% durante 26 dias. Em agosto o Banco que cedia os direitos creditórios ao fundo acabou por realizar um aporte de capital para retornar o nível de subordinação para o patamar mínimo. Em outubro de 2011 o grau de subordinação já havia se recuperado, atingindo 30,46%.

Porém, mesmo com o retorno do nível de subordinação para o que exigia o regulamento, o fundo decidiu pelo resgate integral das cotas em 14 de novembro de 2012. No ano anterior, outubro de 2011 o Banco Matone que já havia se fundido com a financeira do Grupo JBS, passou a se denominar Banco Original, que herdou a originação dos direitos creditórios do fundo. Com o resgate total das cotas, a S&P retirou os ratings, e o BTG Pactual informou o fechamento do fundo em fevereiro de 2013.

Evento de avaliação discutido em assembleia: nível de subordinação abaixo do proposto pelo regulamento. Embora não tenha havido rebaixamento do rating, o cotista subordinado (Banco Matone) teve que realizar aporte de capital.

#### FIDC 15: BMG FIDC CRÉDITOS CONSIGNADOS V

CNPJ: [07.972.796/0001-93](#)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado multisérie com prazo de duração de 120 meses, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes:

- R\$ 207.000.500,00 em cotas seniores, com prazo de duração de 48 meses;
- R\$ 47.500.000,00 em cotas subordinadas, com prazo de duração de 48 meses;

Portanto, o grau de subordinação do fundo foi estabelecido em 17%.

DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de contratos de empréstimos celebrados com o BMG por meio de crédito consignado sobre a folha de pagamento de aposentados e pensionistas do INSS e funcionários públicos civis ou militares.

GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: Banco BMG S.A.

Cobrança primária: Banco BMG S.A.

Estruturador: Mellon Serviços Financeiros DTVM

Administrador: Mellon Serviços Financeiros DTVM

Gestor: Integral Capitânea

Custodiante: Banco Itaú S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Moodys, com rating inicial Aaa para as cotas seniores.

O fundo começou a operar em junho de 2006 e até julho de 2007 teve seu grau de subordinação flutuando entre 17% a 18%. Porém, já em outubro de 2007 foi identificado pela agência de rating um nível de pré-pagamento acima de 10% pela primeira vez. Em junho os cotistas em assembleia decidiram alterar o limite de pré-pagamento para 20%.

Embora o nível de subordinação tenha subido para 26% em outubro de 2008, em janeiro de 2009 foi acionado um evento de avaliação em função do aumento do atraso nos pagamentos dos créditos de até 30 dias, tendo as cotas seniores entrado em revisão para possível rebaixamento, tendo a Moody's efetuado esse rebaixamento em 30 de março de 2009. O limite de concentração de créditos em aposentados e pensionistas ficou abaixo do patamar de 20% estabelecido pelo regulamento. Com o rebaixamento de cotas foi acionado um evento de avaliação.

Em assembleia de cotistas realizada em abril de 2009 elevou-se a Razão Mínima para 133,33%, o que seria o equivalente a elevar o grau de subordinação para 25%. Com isso, ao final de 2009 o nível de subordinação atingiu 30%, sendo que em março de 2010 alcançou o patamar de quase 41%. O fundo procedeu ao resgate total das cotas em novembro de 2012, e finalmente em setembro de 2013 o fundo foi liquidado no prazo inicialmente previsto.

Evento de avaliação discutido em assembleia: rebaixamento de rating e elevação do nível de subordinação. O rebaixamento do rating se deveu ao desenquadramento na concentração por setor/categoria dos contratos de crédito consignado (no caso o INSS). A Moody's procedeu ao rebaixamento antes que o assunto fosse discutido em assembleia de cotistas. Na assembleia discutiu-se a contratação de outra agência de classificação de risco com emissão que daria determinada nota para a série sênior, bem como a mudança no grau de subordinação (Razão Mínima) como solução frente ao rebaixamento.

## FIDC 16: BONSUCESSO FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS – CRÉDITO CONSIGNADO

CNPJ: [11.377.129/0001-30](https://cnpj.gov.br/11.377.129/0001-30)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado com prazo de duração de 180 meses, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes:

- R\$ 200.000.000,00 em cotas seniores, 1ª. série, com prazo de duração de 60 meses;

- R\$ 200.000.000,00 em cotas seniores, 2ª. série, com prazo de duração de 60 meses;
- R\$ 56.400.000,00 em cotas subordinadas, com prazo de duração de 180 meses;

Portanto, o grau de subordinação do fundo foi estabelecido em 22%.

#### DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de uma carteira de empréstimos pessoais para aposentados, pensionistas e funcionários públicos em consignação (desconto em folha de pagamento ou benefícios) contratados junto ao Banco Bonsucesso S.A. Desse modo, o FIDC é monocedente e polisacado.

#### GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: Banco Bonsucesso S.A.

Cobrança primária: Banco Bonsucesso S.A.

Estruturador: BTG Pactual

Administrador: Oliveira Trust DTVM

Gestor: o próprio administrador (sem gestor específico)

Custodiante: Banco Itaú S.A.

Auditoria: Price Water House Coopers

Agência de classificação de risco: Standard and Poors, com rating inicial AAA para as cotas seniores.

O fundo começou a operar em maio de 2010 e um ano depois emitiu a segunda série de cotas seniores no mesmo montante ofertado pela primeira série. Em abril de 2013 o nível de subordinação encontrava-se em torno de 27,00%. Porém, em agosto de 2013 o índice de atraso dos direitos creditórios com mais de 120 dias foi superior ao limite estabelecido pelo Regulamento acionando dessa forma um evento de avaliação.

Em reunião realizada no próprio mês de agosto, os cotistas deliberaram converter o evento de avaliação em evento de amortização antecipada. Foi decidido também suspender novas aquisições de direitos creditórios após o administrador explicar que não havia como

garantir as cessões ao fundo por conta da redução da produção de direitos creditórios por parte do originador.

No mês seguinte, os cotistas decidiram por realizar uma amortização extraordinária, ao mesmo tempo em que deliberaram manter somente o índice de Relação Mínima como evento de avaliação, sendo que todos os demais passariam a ser apenas acompanhados pelo administrador. Elevou-se também a Relação Mínima para 157,75%, o que é o equivalente a elevar o nível de subordinação para 36,61%. Na mesma reunião foi observado também o aumento do índice de pré-pagamentos, o que reduz a rentabilidade do fundo.

Com as amortizações antecipadas e a redução da produção de direitos creditórios por parte do fundo, em junho de 20014 foi deliberada a liquidação antecipada do fundo.

Evento de avaliação discutido em assembleia: atraso nos pagamentos dos direitos creditórios.

#### FIDC 17: BVA FIDC – CRÉDITO FINANCEIRO CORPORATIVO

CNPJ: [09.061.539/0001-25](#)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado com prazo de duração indeterminado, cujas cotas oferecidas foram divididas em três classes:

- R\$ 105.000.000,00 em cotas seniores, 1ª. série, com prazo de duração de 36 meses;
- R\$ 15.000.000,00 em cotas subordinadas mezanino, 1ª. série, com prazo de duração de 36 meses;
- R\$ 30.000.000,00 em cotas subordinadas, com prazo de duração de 36 meses;

Portanto, o grau de subordinação do fundo foi estabelecido em 30% para as cotas subordinadas com relação às cotas seniores, e 20% com relação às cotas mezanino.

DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de empréstimos de curto prazo concedidos pelo Banco BVA S.A. para pequenas e médias empresas no âmbito de operações de descontos, mútuos e CCB, operações essas com garantias.

**GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:**

Originador dos créditos: Banco BVA S.A.

Cobrança primária: Banco BVA S.A.

Estruturador: Integral Trust Serviços Financeiros

Administrador: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM

Gestor: CredCapital S.A.

Custodiante: Banco Bradesco S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Standard and Poors, com rating inicial AAA para as cotas seniores e A para as cotas mezanino.

O fundo começou a operar em abril de 2008 e já em dezembro do mesmo ano a assembleia de cotista aprovou mudanças no regulamento com relação aos seguintes assuntos: assinatura física, assinatura eletrônica, registro em cartório, subscrição, integralização, definição de cotas, direitos de crédito mútuo, operações no mercado secundário (Bovespa Fix e Soma Fix).

No segundo semestre de 2009 o administrador reportou atraso na emissão do relatório de classificação de risco. Além disso, entre agosto de 2009 a fevereiro de 2010 foi observada uma redução substancial na pontualidade dos pagamentos dos direitos creditórios. Aumentou o risco de fungibilidade na medida em que o Banco BVA passou a ter dificuldades em identificar os direitos creditórios do FIDC. Com esse cenário, a agência de classificação de risco sugeriu evento de avaliação no relatório do primeiro trimestre de 2010.

Em abril de 2010 então os cotistas reunidos em assembleia decidiram que o evento de avaliação se constituía num evento de liquidação antecipada do fundo, tendo sido estabelecido um cronograma de amortização até junho de 2010, bem como a recompra das cotas por parte da cedente.

Evento de avaliação discutido em assembleia: risco de fungibilidade, dificuldades da cedente em identificar os direitos creditórios do fundo. Não houve rebaixamento de cota.

## FIDC 24: FIDC BANCOOP I

CNPJ: [06.871.540/0001-27](#)

### COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado com prazo de duração de 36 meses, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes:

- R\$ 60.000.000,00 em cotas seniores com prazo de 36 meses;
- R\$ 15.000.000,00 em cotas subordinadas júnior;

Portanto, o grau de subordinação do fundo é de 20%, podendo haver uma flutuação entre 16,5% a 20,00%, conforme estabelecido em regulamento.

### DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de um pool de contratos de autofinanciamento imobiliário decorrentes de empreendimentos imobiliários realizados no Brasil pela Cooperativa Habitacional dos Bancários de São Paulo (BANCOOP). Desse modo o FIDC é monocedente, porém, polisacado (os clientes da cooperativa).

### GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: BANCOOP

Cobrança primária: BANCOOP

Estruturador: Planner Corretora de Valores S.A.

Administrador: Planner Corretora de Valores S.A.

Gestor: Comitê de Análise e Seleção de Créditos (BANCOOP)

Custodiante: Banco Itaú S.A.

Auditoria: Horwath Brasil

Agência de classificação de risco: Standard and Poor's, com rating inicial AA para as cotas seniores.

O fundo iniciou suas atividades em setembro de 2004. Um ano depois o fundo já apresentava um valor unitário de cota inferior ao valor na distribuição que foi de R\$ 1.000,00:

R\$ 776,79 para as cotas seniores e R\$ 858,65 para as cotas subordinadas. O patrimônio líquido do fundo era de R\$ 37.115.000,00, apresentando um nível de subordinação de 21,65%.

Em abril e maio de 2006 realizou-se mais de uma assembleia de cotistas aonde foi proposta a inclusão de direitos creditórios de duas entidades administradas pela BANCOOP: da APCEFCOOP (Cooperativa Habitacional dos Associados da APCEF, Associação de Pessoal da Caixa Econômica Federal) e da CHT (Cooperativa Habitacional dos Trabalhadores), independente do histórico de inadimplência. Foi alterada também a segunda parcela de amortização das cotas seniores. O fundo passou a ter um prazo de duração de 84 meses, contados a partir de setembro de 2004. O Banco Bradesco S.A. passou a ser o novo custodiante em substituição ao Banco Itaú S.A. Foi observada em seguida uma elevação do índice de inadimplência nos meses de abril, maio e junho, chegando a 44,68% no final do semestre.

Em janeiro de 2007 a S&P colocou as cotas do fundo em *Credit Watch* (crédito em observação) negativo por falta de recebimento de informações do fundo, e também por conta de uma disputa judicial entre a BANCOOP e os seus cooperados. Em função disso, nos meses de fevereiro, agosto e novembro não houve relatório de rating sobre o fundo. Mesmo assim, a S&P manteve o rating AA das cotas seniores em março de 2007. Embora tenha havido todos esses problemas, uma assembleia de cotistas em agosto de 2007 decidiu pela não liquidação do fundo. No mesmo mês a S&P reafirmou o rating BB das cotas seniores, que em março estavam em AA.

A ausência de documentos e a dificuldade em gerar caixa levaram a S&P a rebaixar as cotas para CCC em abril de 2008, com os pagamentos pontuais chegando a apenas 10%. Em agosto os pagamentos pontuais se mantiveram na faixa de 11%, com o fundo tendo suas cotas seniores rebaixadas para CCC. O BANCOOP teve que aportar recursos em agosto de 2008 para poder realizar amortizações.

Em março de 2009 o nível de subordinação atingiu 12,82%, portanto, abaixo do mínimo estabelecido em regulamento. O nível de subordinação chegou a ficar negativo em agosto de 2009. A S&P então fez o recálculo do valor das cotas, “zerando” as cotas subordinadas, e reduzindo o PL das cotas seniores para R\$ 18,7milhões. Em uma assembleia realizada no mesmo mês foi decidida que a amortização final ocorreria sobre um benchmark de IPCA + 6% a.a. para recompra das cotas pela BANCOOP, que em comparação com o índice anterior de IGP-M + 12,5% a.a. gerava um prejuízo aos cotistas. Finalmente em

novembro de 2009 os cotistas decidiram em assembleia pela liquidação do fundo. Em março de 2010 a S&P retirou o rating CCC da BANCOOP em face da liquidação da cooperativa.

Evento de avaliação discutido em assembleia: atraso nos pagamentos dos direitos creditórios.

#### FIDC 25: FIDC – SETRANSP

CNPJ: [10.859.381/0001-12](#)

COTAS:

Foi um FIDC estruturado de forma de condomínio fechado com prazo de duração de 60 meses, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes:

- R\$ 142.000.000,00 em cotas seniores (1ª série) com prazo de 36 meses;
- R\$ 700.000,00 em cotas subordinadas júnior;

O grau de subordinação foi fixado em 4,5%.

DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo eram passagens de ônibus futuras (bilhetes eletrônicos e cartões magnéticos) de quatro concessionárias do transporte público de Goiânia-GO, que seriam os sacados e cedentes da operação, sendo a SETRANSP (Sindicato das Empresas de Transporte Coletivo Urbano de Passageiros de Goiânia) o órgão arrecadador dessas passagens.

GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: 04 concessionárias do transporte público de Goiânia filiadas ao SETRANSP.

Cobrança primária: Banco Itaú - SETRANSP

Estruturador: Banco Itaú BBA

Administrador: Intrag DTVM

Gestor da arrecadação: Banco Itaú BBA

Custodiante: Banco Itaú S.A.

Auditoria: Horwath Brasil

Agência de classificação de risco: Standard and Poor's, com rating inicial AA para as cotas seniores.

Temos, portanto, um FIDC com elevado potencial de conflito de interesses (4), além do fato da cobrança e da originação dos créditos serem realizados pela mesma entidade (2).

O fundo tinha previsão de início de funcionamento para março de 2010, porém, por questões burocráticas e judiciais, a operação foi cancelada.

Operação cancelada antes do início da distribuição.

FIDC 26: FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS  
MULTISETORIAL BVA MASTER III

CNPJ: [12.138.813/0001-21](#)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado com duração prevista para 48 meses, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes:

- R\$ 195.000.000,00 em cotas seniores (série única) com prazo de 48 meses;
- R\$ 105.000.000,00 em cotas subordinadas júnior com prazo de 48 meses;

Portanto, o grau de subordinação do fundo é de 35%.

DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de empréstimos concedidos pelo Banco BVA S.A para empresas brasileiras por meio de debêntures, cédulas de crédito bancário (CCB), certificados de cédulas de crédito bancário (CCCB) e cédulas de crédito imobiliário (CCI).

GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: Banco BVA S.A.

Cobrança primária: Banco BVA S.A.

Estruturador: Banco BVA S.A.

Administrador: Citibank DTVM S.A.

Gestor: BRL Trust Serviços Fiduciários e Participações LTDA

Custodiante: Citibank DTVM S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Austin Rating, com rating inicial AA para as cotas seniores e também a Standard and Poor's que concedeu o rating inicial AA para a mesma série de cotas.

O fundo iniciou seu funcionamento (distribuição de cotas) em novembro de 2010, terminando a distribuição três meses depois. Em junho foi observado a violação do grau de concentração do maior cedente. Em setembro de 2011 os acionistas aprovaram a integralização de novas cotas até janeiro de 2012, bem como a integralização de novas cotas subordinadas por meio de direitos creditórios. A Austin confirmou o rating AA nesse mesmo mês. No mês de outubro o limite de subordinação foi violado, atingindo ao patamar de 34,52%. Depois disso, as subordinadas foram subindo de participação, atingindo o patamar de 45% nos meses de março e abril de 2012.

No mês de maio de 2012 a S&P resolveu colocar as cotas seniores em *Credit Watch* positivo. Porém, foi observado um aumento no volume de créditos vencidos a partir da metade do mês. As cotas subordinadas registraram uma rentabilidade negativa nesse mês. E o volume de direitos creditórios no fundo começa a diminuir, atingindo o patamar de 90% em junho. Em julho os acionistas decidem pela criação de um Comitê de Auditoria. O volume de direitos creditórios volta a subir, porém, em setembro a Austin reporta atraso no envio do material relativo ao segundo trimestre.

Em outubro de 2011 a Austin colocou e rebaixou as cotas seniores para BBB em função da piora nas qualidades dos créditos, o aumento do risco da fungibilidade, bem como da redução do BVA na capacidade de realizar trocas e recompras de créditos. No mesmo mês foi publicado o fato relevante por parte da administradora de que a inadimplência para os créditos de 90 dias haviam atingido o patamar de 6%, o que implicava em evento de avaliação. No dia 19/10 o Banco Central decretou a intervenção do Banco BVA e a Standard

and Poor's publicou um comunicado no mesmo dia colocando as cotas seniores em *Credit Watch* negativo ao mesmo tempo em que observou uma diminuição de fluxos gerados para quatro fundos que recebiam direitos creditórios do Banco BVA, porém não rebaixou o rating das cotas.

Ainda no mesmo mês de outubro o administrador Citibank reporta um aumento do atraso nos créditos acima de 91 dias, e o gestor BRL Trust observou um aumento expressivo da inadimplência em setembro. No final do mês os cotistas se reuniram em assembleia para discutir o evento de avaliação e a substituição do agente de cobrança em função da intervenção no Banco BVA. Foi decidido que os atrasos não se constituíam em evento de avaliação; não haveria, portanto, liquidação do fundo; e não haveria a substituição do agente de cobrança. No final do mês o nível de subordinação foi violado, atingindo o patamar de 29%. A partir daí, as cotas subordinadas começaram a ser consumidas rapidamente, atingindo o patamar de 10,42% no final de novembro, até que foram “zeradas” no final de dezembro. Em dezembro os cotistas em assembleia decidiram tornar sem efeito a criação do Comitê de Auditoria.

O ano de 2013 começou com a Austin rebaixando as cotas seniores para CCC em janeiro, pois o fim das subordinadas no mês anterior causara impacto também nas cotas seniores, enquanto a S&P mantinha o rating AA. Finalmente em março a Standard and Poor's rebaixou as cotas seniores para A-, mantendo o *Credit Watch* negativo sobre as mesmas. Em junho a S&P rebaixa as cotas seniores CCC, observando a demora na restauração dos fluxos ao fundo, a impossibilidade de acesso aos documentos relativos aos direitos creditórios, gerando desse modo uma grande incerteza no desempenho da carteira. No mesmo mês a proporção de créditos vencidos sobre os créditos a vencer atingiu o patamar de 70,40%. No final de setembro esse índice atingiu o patamar de 102,50%. No mês seguinte, a S&P manteve o rating CCC das cotas seniores, observando que a vulnerabilidade das obrigações tornava o fundo próximo à situação de default, e que somente condições favoráveis conseguiriam fazer com que o fundo conseguisse honrar os compromissos de acordo com a rentabilidade-alvo proposta (DI + 3,5% a.a.). As cotas seniores estavam sendo consumidas rapidamente. O patrimônio líquido do fundo que estava em torno de R\$ 67 milhões em janeiro, atingiu o patamar de R\$ 17,4 mil no final do ano! Em novembro de 2013 o fundo ficou sem auditor em função da saída da KPMG.

O ano de 2014 começou com a S&P rebaixando o rating das cotas seniores para D em fevereiro em razão das prorrogações dos vencimentos legais do FIDC. Porém, em seguida,

em função das alterações na estrutura do FIDC aprovadas pelos cotistas em assembleia no final de janeiro e que permitiram a prorrogação dos vencimentos para dezembro de 2016. Tal alteração foi interpretada pela S&P como um caso de *distressed exchange*, o que permitiu novamente a elevação do rating para CCC.

As renegociações das dívidas vencidas prosseguiram e em abril houve um ingresso de recursos no fundo em função da renegociação e liquidação de dois CCBs, elevando o patamar do patrimônio líquido para R\$ 10,9 milhões. Em junho o fundo passou então a contar com um novo auditor: a Price Waters House and Coopers. As renegociações e amortizações de cotas prosseguem.

Evento de avaliação discutido em assembleia: índice de atraso dos pagamentos dos direitos creditórios.

#### FIDC 27: COMANCHE CLEAN ENERGY FIDC MERCANTIS

CNPJ: [11.281.021/0001-49](#)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado com duração prevista para 180 meses, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes:

- R\$ 80.000.000,00 em cotas seniores (1ª série) com prazo de 84 meses;
- R\$ 40.000.000,00 em cotas subordinadas júnior;

Porém, o grau de mínimo de subordinação do fundo foi fixado em 22%.

DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de operações comerciais de curto, médio e longo prazo de relativas ao fornecimento de combustíveis (biodiesel e álcool, além de outros derivados) produzidos por duas usinas de etanol em São Paulo (Canitar e Stanita) e uma de biodiesel na Bahia (Biodiesel Bahia) a serem adquiridos pela Petrobrás Distribuidora. As três usinas são 100% de propriedade da Comanche do Brasil Participações, que por sua vez é propriedade de uma empresa denominada Comanche Clean LLC, cuja sede fica no estado de Delaware (Estados Unidos), subsidiária da Comanche Clean Energy

Corporation, sediada nas Ilhas Cayman. Portanto é um FIDC monocedente (Comanche do Brasil), e monosacada (Petrobrás Distribuidora).

GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: Comanche do Brasil Participações

Cobrança primária: Comanche do Brasil Participações

Estruturador: Cedrus Investimentos

Administrador: Oliveira Trust DTVM S.A.

Gestor: ACRUX Administração de Recursos LTDA

Custodiante: Deutsch Bank S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: LF Rating, com rating inicial AA- para as cotas seniores.

O fundo iniciou seu funcionamento em março de 2010, porém em junho de 2010 o patrimônio do fundo estava em torno de R\$ 20,7 milhões, bem abaixo do inicialmente previsto para ser distribuído. No mês seguinte foi observado na reserva de caixa. Em assembleia realizada no mês de setembro os cotistas foram informados que a Petrobrás não havia cumprido com o fluxo de produtos contratados em julho e agosto. Desse modo foi acertado que haveria a realocação do fluxo não performado, e que em novembro a situação seria regularizada.

Porém, ao final de setembro foi possível observar um desenquadramento no nível de subordinação, que atingiu 21,93%. Embora houvesse a possibilidade de vender a produção para outras distribuidoras (os contratos da Petrobrás representavam 40% da produção das usinas), no mesmo mês em assembleia os cotistas decidiram priorizar a performance do contrato com a BR Distribuidora. Em outubro, o desenquadramento das subordinadas permaneceu (21,88%). Em novembro houve uma nova prorrogação da distribuição, com o Deutsch Bank informando que não houve novas cessões ao fundo no quarto trimestre. Em dezembro foi publicado pelo administrador que os fluxos esperados de julho a outubro não foram atingidos. O desenquadramento das subordinadas terminou o ano em 18,23%.

O ano começou com os cotistas realizando duas assembleias aonde foi discutida a situação financeira das cedentes e o consumo das cotas subordinadas com a elevação da PDD.

A relação mínima de subordinação não estava sendo cumprida há vários meses, tendo se reduzida à zero ainda no final do mês, a ponto de também tornar a rentabilidade das cotas seniores negativa. Mesmo assim os cotistas decidiram por não fazer a liquidação antecipada do fundo. Em função disso, no mês seguinte, a LF Rating rebaixou as cotas seniores para A-. O fundo operou em todo semestre com um PL de R\$ 2,2 milhões contra um PL de R\$ 55 milhões no final do ano anterior. Em março as cedentes se comprometeram a assinar um termo de compromisso de compra das cotas seniores.

Porém na assembleia ocorrida em abril, os cotistas foram informados de que a Petrobrás não cumprira os fluxos que deveriam ter sido contratados entre julho de 2010 e março de 2011. Também foram informados de que estavam sendo realizados contatos para a venda do controle acionário das cedentes, da cobradora e da própria Comanche no Brasil. Uma nova data para assinatura do compromisso foi acordada para maio, porém isso não ocorreu novamente em função da deterioração das condições das cedentes. Ainda em maio foi realizada uma nova assembleia e os cotistas decidiram mais uma vez pela não liquidação antecipada do fundo, e sim pela sua reestruturação. Foram informados sobre uma lista de móveis e imóveis das cedentes que ajudaria a reduzir as perdas.

Em junho de 2012 a LF Rating rebaixou as cotas para BBB- e isso resultou em nova assembleia de cotistas em junho para discutir o evento de avaliação resultante desse rebaixamento. Porém o termo de compromisso foi assinado finalmente no mesmo mês e isso permitiu reestruturar um programa de amortizações. Porém, em agosto houve novamente um novo rebaixamento, dessa vez para BB-. No mês seguinte foi realizada uma nova assembleia em função do novo rebaixamento. Decidiu-se que até 17 de novembro a documentação teria que estar disponível para a reestruturação do fundo. Decidiu-se também pela contratação da DATAGRO e a Price Water House and Coopers para realizar trabalhos que dessem suporte para a reestruturação do fundo. Decidiu-se também uma alteração no suplemente da 1ª série de cotas.

Como o prazo de 17 de novembro expirou sem que a documentação estivesse disponível, um novo evento de avaliação foi acionado e na assembleia realizada em dezembro de 2011 os acionistas finalmente decidiram pela liquidação antecipada do fundo, transformando a dívida da Comanche em debêntures. Finalmente em nova assembleia de cotistas realizada em janeiro de 2012, decidiu-se que os eventos de avaliação não constituem liquidação antecipada, e que o *wavier* (pedido de dispensa para que se realize futura renegociação, caso contrário é reconhecido um *default*) permaneceria válido até o final de

fevereiro. A não liquidação se dava por motivos “alheios”. Atualmente esse fundo já se encontra cancelado.

Evento de avaliação que determinou a liquidação antecipada: não disponibilização da documentação em conformidade com o regulamento.

#### FIDC 29: CORAL FIDC MULTISECTORIAL

CNPJ: [11.351.413/0001-37](#)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado com prazo de duração 72 meses, cujas cotas oferecidas são apenas da classe sênior:

- R\$ 50.000.000,00 em cotas seniores com prazo de duração de 72 meses;
- Não haverá cotas subordinadas;

Portanto, o grau de subordinação do fundo é de 0%. A sobrecolateralização do fundo se dará por outros dispositivos estabelecidos no regulamento:

- Retenção de 5% a 7% do valor de face das aquisições em ativos financeiros, bem como sobre as cessões adicionais.
- Retenção de 5% do patrimônio líquido em ativos de liquidez.
- Nível mínimo de garantia estipulado em 130% do saldo devedor.
- Retenção de 25% dos saldos dos direitos creditórios em contas vinculadas (elemento garantidor).

DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de operações comerciais, financeiras, industriais, imobiliárias, agropecuárias, arrendamento mercantil, prestação de serviços e hipotecas do Grupo Coral, uma *holding* composta por sete empresas que atuam em diversos ramos de atividades, especialmente em serviços de segurança (50% das atividades), refeições (26% das atividades), bem como obras de empreitada. A grande maioria dos clientes são órgãos e empresas públicas, tanto estaduais quanto federais.

## GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: Grupo Coral

Cobrança primária: Grupo Coral

Estruturador: BNY Mellon Serviços Financeiros LTDA

Administrador: BNY Mellon Serviços Financeiros LTDA

Gestor: AGGREGA Investimentos LTDA (também consultoria especializada)

Custodiante: Deutsch Bank S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: SR Rating, com rating inicial A- para as cotas seniores.

O fundo iniciou suas atividades no final de fevereiro de 2010, porém as primeiras cotas seniores só foram adquiridas em abril. Nos meses seguintes os direitos creditórios representavam em torno de 90% do fundo. Em setembro a agência de rating pôs as cotas seniores em *Credit Watch* negativo em face à piora do desempenho econômico-financeiro do grupo, bem como as fragilidades da governança corporativa.

Em fevereiro de 2011 a proporção de direitos creditórios caiu para 20% da carteira, com as cotas seniores ainda em *Credit Watch* negativo. Ao longo do ano a agência de rating observou que o grupo apresentava elevado endividamento e não conseguia recuperar o faturamento perdido em relação ao ano anterior. Isso passou a gerar uma valorização negativa das cotas a partir do terceiro trimestre. Em dezembro as empresas do grupo entraram com o pedido de recuperação judicial. Ainda no mesmo mês a agência de rating rebaixa as cotas para BBB+.

Com o pedido de recuperação judicial, o administrador teve que se abster de qualquer quantia que pudesse ser transferida ao fundo, que passariam então a ser transferidas para uma conta judicial, gerando então uma situação de descontinuação da garantia fiduciária. Em função disso, em abril de 2013 o administrador se viu obrigado a realizar uma provisão, ocasionando um impacto negativo de 64% no patrimônio do fundo. No mesmo mês os acionistas aprovaram uma alteração no regulamento permitindo o resgate em regime de caixa. Um novo rebaixamento das cotas ocorre em agosto para B. Um acordo extrajudicial é feito no

mês seguinte estabelecendo parcelas concursais e extraconcursais como forma de restabelecer o fluxo de recursos para o fundo.

Porém o Grupo Coral não realiza os pagamentos referentes aos meses de novembro e dezembro de 2013, e janeiro, fevereiro e março de 2014. Ainda em janeiro de 2014 os acionistas aprovaram a liquidação antecipada do fundo, mas que, porém, seria mantido enquanto houvessem valores a serem recebidos do Grupo Coral. No mês de fevereiro de 2014 uma nova provisão realizada pelo administrador provoca um impacto negativo de 49% no fundo. Em maio as cotas seniores são rebaixadas para CC, e o default se torna “eminente”. Atualmente esse fundo ainda se encontra registrado.

Evento de avaliação que provocou a liquidação antecipada: falta de cumprimento do acordo financeiro por parte da cedente.

#### FIDC 30: FIDC BCSUL VERAX CRÉDITO CONSIGNADO II

CNPJ: [07.238.838/0001-67](https://cnpj.gov.br/07.238.838/0001-67)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado com prazo de duração de 240 meses, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes em seis séries seniores, além das subordinadas:

- R\$ 112.500.000,00 em cotas seniores (1ª série) com prazo de duração de 36 meses;
- R\$ 112.500.000,00 em cotas seniores (2ª série) com prazo de duração de 36 meses;
- R\$ 75.000.000,00 em cotas seniores (3ª série) com prazo de duração de 48 meses;
- R\$ 150.000.000,00 em cotas seniores (4ª série) com prazo de duração de 48 meses;
- R\$ 300.000.000,00 em cotas seniores (5ª série) com prazo de duração de 48 meses;
- R\$ 250.000.000,00 em cotas seniores (6ª série) com prazo de duração de 48 meses;
- R\$ 7.500.000,00 em cotas subordinadas júnior (quando de distribuição das 1ª e 2ª série);

Portanto, o grau de subordinação do fundo é de 25,00%.

## DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de empréstimos pessoais sob a forma de empréstimos consignados feitos pelo Banco Cruzeiro do Sul para aposentados, pensionistas e funcionários públicos. Portanto, é um fundo monocedente, e ao mesmo tempo polisacado.

## GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: Banco Cruzeiro do Sul S.A.

Cobrança primária: Banco Cruzeiro do Sul S.A..

Estruturador: BCSUL Verax Serviços Financeiros LTDA

Administrador: Cruzeiro do Sul S.A. DTVM

Gestor: BCSUL Verax Serviços Financeiros LTDA

Custodiante: Deutsch Bank S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Moody's, com rating inicial Aaa para as cotas seniores.

O fundo começou a operar em março de 2005 e dois meses depois os cotistas já se reuniam em assembleia para aprovar o registro das cotas seniores no mercado secundário da CETIP. Em 2005 foram emitidas duas séries de cotas.

No início de 2006, um atraso de repasses federais levou a atraso os créditos de 30 dias no fundo. Em junho de 2006 os acionistas aprovaram que a amortização das cotas subordinadas ficaria a critério do administrador. Nesse mesmo mês foi emitida a terceira série de cotas, e o fundo vendeu R\$ 2,3 milhões de recebíveis em atraso para um investidor não cotista. O nível de subordinação que subiu que anteriormente estava em torno de 25% subiu para 29%.

Em março de 2007 houve a emissão da quarta série de cotas subordinadas. Em junho o índice de liquidez do fundo não foi observado. Em seguida o fundo vendeu R\$ 2,9 milhões de recebíveis em atraso, e voltou a vender mais R\$ 7,8 milhões em dezembro quando foi observado um desenquadramento do limite por jurisdição. O nível de subordinação se elevou para 34%.

Em março de 2008 a 1ª série de cotas foi liquidada em março e nesse mesmo mês o fundo vendeu mais R\$ 5,8 milhões de créditos em atraso. Em junho de 2008 o nível de subordinação atingiu 39%, e 47% em setembro. No final do ano as cotas da segunda série foram liquidadas. Em dezembro de 2008 o originador concentrou em entes federais, o que levou a um evento de avaliação, porém evitou a diminuição do excesso de spread. A Moody's colocou as cotas em observação negativa.

Em março de 2009, a deterioração financeira do Banco Cruzeiro do Sul levou a Moody's a rebaixar as cotas seniores do fundo para Aa2, pois considerou que isso afetava a originação e a cobrança dos direitos creditórios. Em abril os cotistas se reuniram em assembleia e decidiram que o rebaixamento não caracteriza evento de avaliação. O nível de subordinação foi elevado para 35%. O fundo continuava excedido em entes federais. Em junho o nível de subordinação atingiu 48,4%, atingindo o patamar de 55% no final do ano.

No início de 2010 foi emitida a 5ª série de cotas e o nível de subordinação recuou 48,8% em março. Porém em junho o nível de subordinação voltou a subir para 58,9% quando a terceira série de cotas foi liquidada, no final do ano recuou para 48,56% depois da amortização de parte das subordinadas.

A 4ª série de cotas foi liquidada no primeiro trimestre de 2011 fazendo com que o nível de subordinação atingisse 50,43% em março. Em julho e agosto de 2011 o IQSB não foi respeitado, em setembro a Standard and Poors foi contratada para fornecer o rating da 6ª série de cotas cuja emissão seria no primeiro semestre do ano seguinte.

Em janeiro e fevereiro de 2012 o IQSB foi violado. Em março de 2012 as cotas da 5ª série de seniores foram colocadas em revisão negativa pela Moody's em função das perdas de crédito bastante elevadas e do provisionamento inadequado, depois que houve revisão das provisões dos créditos com mais de 91 dias de atraso. Além disso, a agência considerou também a falta do envio de dados relativos ao desempenho do fundo, bem como o fato do originador dos créditos, o Banco Cruzeiro do Sul também estar em rebaixamento de rating. Ainda em março começou a emissão da 6ª série de cotas com o rating AAA fornecido pela Standard and Poors.

Até que finalmente em abril ocorreu o rebaixamento da 5ª série para A3. Concorreu para essa decisão o rebaixamento da originadora dos créditos (Banco Cruzeiro d Sul) de D para E+. Dois meses depois houve um novo rebaixamento da 5ª série para B1. Dessa vez o motivo do novo rebaixamento o fato da do Banco Cruzeiro do Sul ter entrado em Regime de Administração Especial Temporária no dia 04 de junho. Os acionistas se reuniram em junho

para discutir uma possível liquidação do fundo e aprovaram alterações no regulamento do fundo no que se refere ao programa de amortização das cotas seniores, a suspensão da amortização das cotas subordinadas. No final de junho o nível de amortização atingiu 52,99%.

Em agosto a Moody's procedeu anunciou que estava colocando a 5ª série de cotas em revisão para rebaixamento logo após a administradora Oliveira Trust DTVM S.A. (nova administradora) ter publicado que a Price Waters Coopers havia indicado a presença de R\$ 46,8 milhões em créditos insubsistentes na carteira da FIDC, além do fato que havia que estava muito difícil que a negociação em torno do Banco Cruzeiro do Sul. Anteriormente no Banco Cruzeiro do Sul haviam sido encontrados R\$ 1,27 bilhões em ativos insubsistentes cedidos ao FIDC. Dois dias depois a Standard and Poor reafirmou O rating AA para as 3ª e 4ª série do FIDC VERAX MULTICRÉDITO FINANCEIRO e manteve o *Crédit Watch* negativo sobre a 5ª série do FIDC VERAX CRÉDITO CONSIGNADO II, porém mantendo o triplo A.

Em janeiro de 2013 a Moody's realizou um novo rebaixamento da 5ª série de cotas para Caa1 em função do baixo volume de caixas mensais recebidos entre setembro /2012 a janeiro/2013, 63%, das incertezas das projeções dos fluxos, bem como a limitação das informações. A Moody's também alertou para o fato de que havia a alta possibilidade de que a amortização da 5ª série não ocorresse de modo integral. Em 2014 o administrador do fundo declarou que o mesmo foi dispensado da classificação de risco em função em função do artigo 5º da ICVM 400/03. Atualmente o fundo se encontra cancelado.

Evento de avaliação caracterizado como evento de liquidação: entrada do banco (cedente) no RAET.

#### FIDC 35: FIDC BANDEIRANTE

CNPJ: [11.369.871/0001-01](#)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado com prazo de duração indeterminado, cujas cotas oferecidas foram divididas em três classes:

- R\$ 30.000.000,00 em cotas seniores com prazo de duração de 48 meses;
- R\$ 7.500.000,00 em cotas subordinadas júnior;

Portanto, o grau de subordinação do fundo é de 20%.

#### DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de operações comerciais realizadas pela EMBRAER com seus fornecedores, oriundos de contratos de prestação de serviços e fornecimento de bens, bem como por CCBs (cédulas de crédito bancário). É, portanto, um FIDC de fornecedores da EMBRAER. O FIDC é policedente (fornecedores da Embraer), porém é monosacado, pois é a Embraer quem é devedora dos créditos.

#### GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: Fornecedores da Embraer

Cobrança primária: SRM Consultoria e Administração de Recursos e Finanças Ltda

Estruturador: Banco Bradesco S.A. (escriturador)

Administrador: BEM DTVM S.A.

Gestor: SRM Consultoria e Administração de Recursos e Finanças Ltda

Custodiante: Banco Bradesco S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Standard and Poor's, com rating inicial A para as cotas seniores.

O fundo iniciou suas atividades em abril de 2010 emitindo cotas subordinadas. Porém, foi somente em dezembro de 2010 que as cotas seniores começaram a ser distribuídas. Embora o grau de subordinação mínima fosse de apenas 20%, em dezembro daquele ano esse nível de subordinação estava em torno de 44%. Em fevereiro de 2011, a S&P reafirmou o rating A das cotas seniores. A agência também observou que os créditos a performar do fundo haviam tido um aumento de exposição de 75% para 95%. Os prazos de vencimento também haviam sido aumentados de 180 dias para 225 dias. Chamou a atenção também a retirada da obrigação de contratação de seguro para os CCBs. No segundo semestre de 2011 o nível de subordinação do fundo ainda permanecia bastante elevado: em torno de 47%.

Finalmente, em junho de 2012, os cotistas decidiram pela liquidação antecipada do fundo. A principal "sacada" do fundo (Embraer) estava com dificuldades de conceder aceites

em relação à entrega de mercadorias, e não estava concedendo anuência aos CCBs conforme previa o fundo. Isso provocava um desenquadramento do fundo em relação à quantidade de direitos creditórios de difícil solução. Dois meses depois, em agosto, os cotistas decidiram pelo resgate total das cotas. O fundo foi encerrado no segundo semestre daquele ano.

Evento de avaliação discutido em assembleia: falta de direitos creditórios na proporção exigida pela legislação.

### FUNDO 36: FIDC BCSUL VERAX MULTICRED FINANCEIRO

CNPJ: [07.766.151/0001-02](https://cnpj.gov.br/07.766.151/0001-02)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado com prazo de duração de 240 meses, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes, tendo ao longo de sua existência emitido diversas séries de cotas seniores, além da subordinada:

- R\$ 280.000.000,00 em cotas seniores, 1ª série, com prazo de duração de 60 meses;
- R\$ 150.000.000,00 em cotas seniores, 2ª série, com prazo de duração de 36 meses;
- R\$ 270.000.000,00 em cotas seniores, 3ª série, com prazo de duração de 48 meses;
- R\$ 300.000.000,00 em cotas seniores, 4ª série, com prazo de duração de 54 meses;
- R\$ 120.000.000,00 em cotas subordinadas júnior (na emissão da primeira série sênior);

Portanto, o grau de subordinação inicial do fundo foi estabelecido em 30%.

DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de empréstimos do Banco Cruzeiro do Sul em duas modalidades: 97% de empréstimos pessoais consignados para funcionários públicos, e 3% de empréstimos para pessoas jurídicas de médias empresas (*middle market*). Portanto, trata-se de um fundo monocedente (Banco Cruzeiro do Sul), porém polisacado (aposentados, pensionistas, funcionários públicos, *middle market*).

GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: Banco Cruzeiro do Sul S.A.

Cobrança primária: Banco Cruzeiro do Sul S.A.

Estruturador: Cruzeiro do Sul S.A. DTVM

Administrador: Cruzeiro do Sul S.A. DTVM

Gestor: BCSUL Verax Serviços Financeiros LTDA

Custodiante: Deutsch Bank S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Austin Rating, com rating inicial AA para as cotas seniores. Posteriormente a Standard and Poor's foi contratada para a emissão da 3ª série de cotas em 2010. Porém, Austin continuou também a realizar o seu trabalho de monitoramento sobre as outras séries e classes de cotas.

O fundo iniciou suas atividades em junho de 2006 através da emissão das cotas subordinadas. Porém, em novembro de 2006 houve o comunicado do encerramento da emissão da 1ª série de cotas com nenhuma cota distribuída. Desse modo, a 1ª série foi cancelada, e em assembleia no mesmo mês cotistas decidiram incluir no regulamento autorizações de atividades para a gestora e a administradora, que até então não existiam. A 2ª série foi então emitida, porém até março de 2008 o grau de subordinação se encontrava bastante elevado: em torno de 96%.

Em abril de 2008 os cotistas em assembleia aprovaram importantes alterações no regulamento do fundo, tais como: a permissão para que o BCSUL pudesse executar também a função de fiel depositário, a inclusão de operações originadas e enviadas eletronicamente do banco para o fundo, bem como a autorização para que a gestora assumisse algumas responsabilidades da custodiante e da administradora do fundo. Em agosto e novembro de 2008 a Austin identificou em seus relatórios rentabilidade negativa das cotas seniores (2ª série). Isso se deveu ao fato do Banco Cruzeiro do Sul ter apresentado problemas de liquidez e o fundo ter aumentado fortemente a presença dos CDBs a ponto de desenquadrar a relação mínima entre direitos creditórios e patrimônio líquido do fundo. Esses CDBs contribuíram também para a queda da rentabilidade das cotas seniores observada. O nível de subordinação no final do ano estava em torno de 97%

Em junho de 2009 os cotistas votaram a aprovação das contas de 2008 por meio de votação eletrônica (uso de e-mail), o que o regulamento permitia. No mês seguinte em julho,

os cotistas aprovaram a alteração no regulamento que determinava que uma vez os direitos creditórios selecionados e adquiridos pelo fundo, não haveria mais direito de regresso para à administradora, à gestora e à custodiante. Em assembleia realizada em outubro de 2009 foi aprovado pelos cotistas que a gestora seria a responsável pelo envio de relatórios as agências de classificação de risco. Aprovou-se também a elevação do nível de subordinação para 50%, bem como a emissão por meio de esforços restritos, a Instrução CVM 476. A Standard and Poor's foi contratada para também monitorar as novas emissões de cotas do fundo, fornecendo o rating AA para a 3ª série que começou a ser emitida em novembro de 2009. Já a Austin manteve o duplo A positivo: AA+.

Mesmo com a emissão da 3ª série e o resgate da 2ª série, ao final de 2010 o nível de subordinação se apresentava em torno de 93%. Em janeiro de 2011, o benchmark da 3ª série foi elevado em 1%, saindo de IPCA + 8% a.a. e atingindo em IPC + 9% a.a. Em maio de 2011 teve início a emissão da 4ª série de cotas seniores. Em junho de 2011 a Horwath foi contratada como auditoria, substituindo desse modo a KPMG. Com a nova emissão de cotas seniores, o ano terminou com um nível de 89% de cotas subordinadas no fundo.

Em 04/06/2012 o Banco Central do Brasil decretou o Regime de Administração Especial Temporária (RAET) sobre o Banco Cruzeiro do Sul. Imediatamente a Austin no mesmo dia decretou o rebaixamento das cotas seniores para A. Em assembleia de cotistas realizada no mesmo mês, foram aprovadas as demonstrações financeiras do fundo relativas a 2011. Foi aprovado também que haveria evento de avaliação caso a auditoria encontrasse irregularidades em mais de 10% dos documentos que compusessem a amostra. Os CCBs também teriam a obrigação de serem registrados na CETIP.

Finalmente, em julho de 2012 os acionistas aprovaram que não haveria liquidação do fundo em função da decretação da RAET no Banco Cruzeiro do Sul, mas aprovaram que o fundo passasse a executar a amortização das cotas seniores a partir de 11/07 segundo o fluxo de caixa do fundo.

Evento de avaliação discutido em assembleia: rebaixamento de rating em função do RAET no banco originador dos direitos creditórios.

FUNDO 37: FUNDO DE INVESTIMENTO EMDIREITOS CREDITÓRIOS  
MULTISETORIAL BVA MASTER

CNPJ: [11.675.457/0001-12](https://cnpj.gov.br/11.675.457/0001-12)

**COTAS:**

É um FIDC de forma de condomínio fechado com prazo de duração de 48 meses, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes:

- R\$ 195.000.000,00 em cotas seniores (série única) com duração prevista para 48 meses;
- R\$ 105.000.000,00 cotas subordinadas júnior;

Portanto, o grau de subordinação do fundo é de 35%.

**DIREITOS CREDITÓRIOS:**

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de empréstimos concedidos pelo Banco BVA S.A. para pequenas e médias empresas por meio de CCBs (cédulas de crédito bancário). É, portanto, um FIDC monocedente e polisacado.

**GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:**

Cedente dos créditos: Banco BVA S.A.

Cobrança primária: Banco BVA S.A.

Estruturador: Banco BVA S.A.

Administrador: Pentágono S.A. DTVM

Gestor: BRL Trust Serviços Fiduciários e Participações LTDA

Custodiante: Banco Bradesco S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Standard and Poor's, com rating inicial AA para as cotas seniores, e sem classificação para as cotas subordinadas.

O fundo iniciou as suas atividades em abril de 2010, e no mês seguinte ficou com o nível de subordinação abaixo de 35% abaixo do mínimo estabelecido pelo regulamento. Em outubro do mesmo ano, a administração e a custódia do fundo foram transferidas para o Citibank DTVM S.A.

Em janeiro de 2011 foi possível observar que o valor unitário das cotas seniores já estava abaixo do valor pago na distribuição. Em maio isso também ocorreu com as cotas subordinadas. Em agosto o FIDC estava realizando sua primeira amortização, não podendo, portanto, adquirir novos direitos creditórios. Em novembro os cotistas aprovaram em assembleia algumas alterações sobre registro para provisão de perdas. Foi aprovado também por parte que a auditoria do fundo fizesse a contratação de uma empresa de auditoria independente. Ainda em novembro o valor unitário das cotas seniores caiu para 55% do valor inicialmente distribuído, enquanto que para as cotas subordinadas esse índice estava em 70%.

Em março de 2012, enquanto o valor unitário das cotas seniores estava em 44% do valor inicial, e as cotas subordinadas estavam em 56%, os dez maiores sacados do fundo estava em 66% do fundo, o que violava um dos gatilhos do fundo. O maior devedor individualmente atingia o patamar de 11%, o que também violava outro gatilho do fundo. Em agosto de 2012, a S&P elevou o rating das cotas seniores para AAA, como resultado de uma atualização do CDO Evaluator, que a agência usa para fazer os seus trabalhos de avaliação dos fundos. No mês seguinte, os acionistas aprovaram a incorporação no regulamento da possibilidade das assembleias serem realizadas por meio de conferência telefônica.

Em 19/10/2012 o Banco Central do Brasil decreta intervenção no Banco BVA S.A. em função do descumprimento de normas do sistema financeiro e do comprometimento da situação econômico-financeira do banco, que no caso do fundo cumpria as funções de fiel depositário e agente de cobrança. Já em setembro a administradora já havia observado uma redução nos fluxos de pagamento aos fundos como o nome BVA. As cotas seniores foram então colocadas em *Credit Watch* negativo. Em outubro os cotistas se reuniram em assembleia e decidiram pela não substituição do agente de cobrança, pela não caracterização do evento de avaliação como evento de liquidação, e, portanto, pela não liquidação do fundo.

Em novembro de 2012 a S&P manteve o *Credit Watch* negativo, porém manteve o rating AAA. A agência constatou que o fluxo de recebimentos havia se reduzido e estava abaixo do esperado. Observou também enormes dificuldades operacionais: do fundo em ter acesso aos documentos em posse de BVA, restituição dos pagamentos efetuados pelos devedores na conta do Banco BVA, ausência de informações sobre a realização de novos pagamentos. No final do ano, novamente em assembleia os cotistas decidiram pela não liquidação do fundo, pela não caracterização do evento de avaliação como evento de liquidação.

O ano de 2013 começou com o consumo total das cotas subordinadas do fundo. Em duas assembleias realizadas em fevereiro, os cotistas decidiram: pela não substituição do agente de cobrança, a não aprovação de novos aportes ao fundo sob a forma de novas cotas, a criação de uma reserva extraordinária de R\$ 1.000.000,00, e a interrupção dos eventos de liquidação antecipada previstos no regulamento, como o caso do “zeramento” das cotas subordinadas. Em março de 2013 a S&P rebaixou as cotas para AA+ em função da demora de restauração dos repasses de fluxos recebidos (interrompidos há quatro meses), a impossibilidade de ter acesso aos documentos de empréstimos, a dificuldades para se dimensionar o tamanho das perdas. Os problemas de ausência de informações sobre novos pagamentos e o não acesso aos documentos prosseguiram. Em maio o contrato com o banco cobrador foi rescindido, passando a administradora a realizar essa função. Em junho as cotas seniores sofrem um novo rebaixamento: dessa vez para BBB, enquanto que os outros três fundos do BVA tiveram suas cotas seniores rebaixadas para CCC, o que os colocava em vulnerabilidade em relação ao default. Em julho o contrato com a gestora também é rescindido e é contratada em seu lugar a Brasil Plural Gestão de Recursos. Em outubro os acionistas aprovam a criação de Comitê de Renegociação de Dívidas. No final do mês as cotas seniores finalmente são rebaixadas para CCC, grau das seniores dos outros fundos com direitos creditórios do Banco BVA.

Em janeiro de 2014 os acionistas aprovam do nome BVA do fundo, alteram o prazo de duração para 80 meses e alteram algumas características do Comitê de Renegociação de Dívidas. Essa prorrogação nos vencimentos legais do FIDC leva a S&P a rebaixar as cotas seniores para D. Porém, as alterações aprovadas na assembleia de janeiro levam a S&P a elevar o rating para CCC no mesmo dia, dentre as quais a prorrogação da data do vencimento das cotas para dezembro de 2016. As cobranças prosseguem ao longo de 2014 e o fundo ainda se encontra registrado na CVM, realizando cobranças e recebimentos dessas cobranças e renegociações.

Evento de avaliação discutido em assembleia: rebaixamento de rating em função de intervenção do Banco Central no banco originador dos direitos creditórios.

#### FUNDO 39: BV FINANCEIRA – FIDC IV

CNPJ: [10.456.640/0001-64](https://cnpj.gov.br/10.456.640/0001-64)

**COTAS:**

É um FIDC de forma de condomínio aberto multisérie com prazo de duração de 36 meses, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes:

- R\$ 2.000.000,00 em cotas seniores (1ª. Série) com duração prevista para 36 meses;
- R\$ 500.000,00 cotas subordinadas júnior;

Portanto, o grau de subordinação do fundo é de 20%.

**DIREITOS CREDITÓRIOS:**

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de contratos da BV Financeira S.A. relativos a financiamento de veículos, bem como financiamentos que envolvam lastro em veículos. Temos, portanto um FIDC monocedente, com diversos sacados, clientes da BV Financeira.

**GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:**

Cedente dos créditos: BV Financeira S.A.

Cobrança primária: BV Financeira S.A.

Estruturador: Banco Votorantim S.A.

Administrador: Votorantim Asset Management DTVM LTDA

Gestor: Votorantim Asset Management DTVM LTDA

Custodiante: Banco Bradesco S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Moody's, com rating inicial Aa1 para as cotas seniores, e sem classificação para as cotas subordinadas.

Embora o fundo tenha iniciado suas atividades em outubro de 2010, o mesmo CNPJ já havia sido utilizado em 2008 por fundo multimercado. Essa informação indica que esse FIDC nasceu a partir de um fundo já existente, e cujas regras (regulamentos) devem ter sido adaptadas conforme a legislação da CVM. Foi uma longa distribuição inicial que só foi encerrada em outubro de 2011.

Em junho de 2012 a assembleia de cotistas aprovou uma alteração no regulamento que permitiu a realização de uma amortização extraordinária de cotas seniores que foi efetuada no mesmo mês. Isso elevou o grau de subordinação do fundo que estava em 22%, para o patamar de 26%. Em novembro do mesmo ano foi aprovado o resgate antecipado das cotas seniores, o que ocorreu dentro do mesmo mês.

Em janeiro de 2013, uma nova assembleia aprovou a alteração do prazo do fundo para 150 meses, além de realizar uma amortização extraordinária de R\$ 250 milhões. O saldo de cotas subordinadas em novembro do ano anterior estava em R\$ 438,6 milhões. Em dezembro de 2013 os cotistas aprovam a liquidação antecipada do fundo. E em fevereiro de 2014, o fundo tem suas atividades encerradas.

A princípio não há indicações nos relatórios de rating a respeito do motivo do resgate antecipado de cotas seniores ocorrido em novembro de 2012. Porém, a ANFIDC (Associação Nacional dos FIDCs) publicou uma notícia em junho de 2012 relatando o aumento da inadimplência na área de financiamento de veículos ocorria naquele ano. Essas inadimplências ameaçavam os FIDCs que trabalhavam com esse tipo de direito creditório. Essas situações de crise no setor de atividades normalmente levam a uma redução nos negócios, gerando problemas na produção de direitos creditórios.

O resgate antecipado das cotas seniores, portanto, se deu por problemas de originação nos direitos creditórios em função do cenário desfavorável do setor de financiamento.

#### FUNDO 40: MASTER PANAMERICANO FIDC CDC VEÍCULOS

CNPJ: [05.630.130/0001-21](https://cnpj.gov.br/05.630.130/0001-21)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio aberto com duração indeterminada para o fundo, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes:

- cotas seniores (quantidade da oferta inicial não indicada no prospecto e no regulamento);
- cotas subordinadas júnior (quantidade da oferta não indicada no prospecto e no regulamento);

Porém, no regulamento o grau de subordinação foi fixado inicialmente em 17%.

#### DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de operações do Banco Panamericano em empréstimos para aquisição de veículos (contratos e notas promissórias). Temos, portanto, um único cedente, o Banco Panamericano, com diversos sacados (as contrapartes dos contratos).

#### GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Cedente dos créditos: Banco Panamericano S.A.

Cobrança primária: Banco Panamericano S.A.

Estruturador: Banco Panamericano S.A.

Administrador: Panamericano DTVM S.A.

Gestor: inicialmente sem gestor

Custodiante: Banco Itaú S.A.

Auditoria: Deloitte Touche Tohmatsu Auditores

Agência de classificação de risco: Austin Rating, com rating inicial AA+ para as cotas seniores, e sem classificação para as cotas subordinadas.

O fundo iniciou suas atividades em setembro de 2003. Em junho de 2007 os acionistas aprovaram a elevação do grau de subordinação para 20%. Em junho de 2008 são feitas alterações no regulamento que alerta para o caso de perda patrimonial do fundo caso ocorresse liquidação do banco. No mesmo mês é aprovada uma nova elevação do grau de subordinação para 24%.

No último trimestre de 2009 é observada uma piora na qualidade dos créditos, com aumento na quantidade de recompra de créditos. No início de 2010 é observada também uma queda na rentabilidade das cotas subordinadas. Em novembro de 2010 a agência de classificação de risco faz o rebaixamento das cotas seniores para A+, colocando o fundo em *Credit Watch* negativo em função dos problemas de liquidez apresentados pelo Banco Panamericano.

Em janeiro de 2011 os acionistas decidem a troca do administrador do fundo que passa a ser a Caixa Econômica Federal (fevereiro de 2011). O Banco Panamericano passa a ter dois novos sócios: o BGT Pactual (51%) e a CAIXAPAR (49%). O nome do fundo é alterado para a CAIXA FUNDO DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS CDC VEÍCULOS DO BANCO PANAMERICANO. Em abril é observado um aumento no volume de créditos vencidos do fundo. Em maio há a substituição da empresa de auditoria, que passa a ser a Ernest Young AUDITORES.

O Banco PAN (nova denominação) realiza resgate de cotas subordinadas no segundo semestre de 2011 e as cobranças dos direitos creditórios seguem. No primeiro semestre de 2012 as cotas seniores entram em *Credit Watch* negativo, mas não ocorre o rebaixamento de rating. Em julho de 2012 o Banco PAN cessa a recompra de créditos vencidos em julho de 2012. As amortizações das cotas seniores prosseguem, até que em outubro de 2013 é decidida a liquidação do fundo.

Evento de avaliação determinante para a liquidação antecipada: problemas de liquidez do banco cedente.

#### FUNDO 41: TREND BANK MULTICRED – FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

CNPJ: [10.362.512/0001-51](#)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio aberto com duração indeterminada para o fundo, cujas cotas oferecidas foram divididas em duas classes:

- R\$ 500.000.000,00 em cotas seniores;
- R\$ 175.680.000,00 em cotas subordinadas júnior;

Portanto, o grau de subordinação do fundo é de 26%.

DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de operações comerciais, financeiras, imobiliárias e de serviços efetuadas pelo TREND BANK S.A. junto a diversos

cedentes e seus respectivos sacados. Ou seja, é um adiantamento de recurso aos clientes TREND BANK, porém policedente e polisacado.

#### GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Cedente dos créditos: diversos cedentes selecionados pelo TREND BANK S.A. Banco de Fomento.

Cobrança primária: TREND BANK S.A Banco de Fomento

Estruturador: Oliveira Trust DTVM S.A.

Administrador: Oliveira Trust DTVM S.A.

Gestor: TREND BANK S.A. Banco de Fomento

Custodiante: Deutsch Bank S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Standard and Poor's, com rating inicial A para as cotas seniores, e sem classificação para as cotas subordinadas.

Temos, portanto, um FIDC com médio potencial de conflito de interesses (3), além do fato de que o estruturador e o administrador são a mesma instituição financeira (2).

As operações do fundo se iniciaram em setembro de 2009, e no mês seguinte o grau de subordinação já estava abaixo do mínimo estabelecido pelo regulamento, o que foi ajustado alguns meses depois. Quase dois anos depois (agosto de 2011) foi publicado um fato relevante pelo administrador do fundo: a recompra de 100% dos créditos de um único sacado e que provocou uma variação no PL do fundo de menos de 0,1%.

Numa assembleia realizada em junho de 2012, os cotistas decidem que o Banco Petra S.A substitua a Oliveira Trust na administração do fundo, e substitua também o Deutsch Bank no serviço de custódia. É decidida também alterações no cálculo da rentabilidade do fundo. No segundo semestre, porém, um dos cedentes entra em recuperação judicial, o que resulta em atraso nos pagamentos relativos aos direitos creditórios.

Em função desses eventos ligados ao aumento de atrasos, os acionistas decidem em junho de 2013 pela liquidação do fundo. No mês seguinte todas as cotas são resgatadas e a S&P reafirma e retira o rating do fundo. Em setembro ocorre uma nova assembleia de

cotistas, que decidem pela interrupção da liquidação do fundo, bem como pela substituição da Planner Corretora na administração e custódia do fundo. O TREND BANK é mantido como gestor do fundo e a KPMG continua com sendo a auditoria. Finalmente em nova assembleia realizada em dezembro de 2013, os cotistas decidem novamente pela liquidação e ocorre o encerramento do fundo.

Evento de avaliação determinante para a liquidação antecipada do fundo: índice de atraso no pagamento dos direitos creditórios.

FUNDO 42: FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITO CREDITÓRIOS – RED  
PETROBRÁS FORNECEDORES

CNPJ: [11.734.520/0001-44](#)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado com duração indeterminado para o fundo, cujas cotas oferecidas foram divididas em quatro classes:

- R\$ 69.000.000,00 em cotas seniores (1ª. série) com duração prevista para 36 meses;
- R\$ 11.000.000,00 em cotas subordinadas mezanino classe A com duração prevista para 36 meses;
- R\$ 10.000.000,00 em cotas subordinadas mezanino classe B com duração prevista para 36 meses;
- R\$ 10.000.000,00 em cotas subordinadas júnior;

Portanto, o grau de subordinação do fundo é de 31% (incluindo cotas mezanino e júnior).

DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de contratos de prestação de serviço para a Petrobrás, aonde os fornecedores da Petrobrás recebem os recursos do fundo (policedente) e a Petrobrás honra os pagamentos à frente (monosacado). É, portanto, um FIDC de FORNECEDORES de uma grande empresa.

GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Cedente dos créditos: Petrobrás

Cobrança primária: Banco Fibra

Estruturador: Banco Petra S.A.

Administrador: Petra Personal Trader CTVM S.A.

Gestor: Redfactor Factoring Fomento Mercantil S.A.

Custodiante: Deutsch Bank S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Standard and Poor's, com rating inicial AA para as cotas seniores, e sem classificação para as cotas mezanino A e mezanino B.

O fundo iniciou suas atividades em julho de 2011, sendo que ao final do ano não havia cotas seniores no fundo ainda, e as cotas mezanino A e B só passaram a fazer parte em dezembro desse mesmo ano. Em assembleia de cotistas realizada ao final do ano (dezembro) ocorre a mudança no nome do fundo para RED FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS PETROBRÁS FORNECEDORES. É decidido que as cotas mezanino passarão a ter classificação de risco trimestralmente. Aprova-se também a exclusão da função de agente de recebimento.

Em janeiro de 2012 os acionistas decidem elevar o benchmark das cotas mezanino A e B para 155% do CDI. Decidem também que os depósitos da Petrobrás irão ocorrer em contas do tipo *ESCROW*.

Em abril de 2012 em nova assembleia é aprovada a substituição da Petra CTVM pelo Banco Petra na administração do fundo, além da substituição do gestor pela Petra Capital Gestão de Investimento LTDA. Essas trocas se revelam bem sucedidas em maio já temos cotas seniores compondo o fundo, porém com elevado grau de subordinação das cotas mezaninos e júnior, em torno de 62%. Nesse mesmo mês a S&P coloca as o fundo em CW+, observação positiva. Em agosto, com a atualização do modelo de previsão da S&P (*CDO Evaluator*), ocorre a elevação do rating para AA+ das cotas seniores e a atribuição do rating preliminar BB para as cotas mezanino classe A.

Porém, o grau de subordinação ainda permanecia muito elevado em janeiro de 2013, em torno de 62%. Em assembleia realizada em maio é decidida a liquidação antecipada do

fundo pelo fato de não se conseguir atingir o mínimo de 50% de direitos creditórios no patrimônio líquido do fundo. As cotas seniores e mezanino A são integralmente pagas no mesmo mês. Em função disso, a S&P decide retirar os ratings no mês seguinte. Ainda no mesmo mês de junho ocorre uma assembleia que tenta interromper a liquidação do fundo, aprovando a substituição da gestora pela Redasset Gestão de Recursos LTDA. Porém, novamente em outubro se decide pela liquidação antecipada do fundo.

Evento de avaliação determinante para a liquidação antecipada do fundo: não composição de 50% de direitos creditórios no fundo.

O fundo já foi cancelado ainda em 2014.

#### FUNDO 43: FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITO CREDITÓRIOS IMOBILIÁRIOS EMPÍRICA DOMUS PLATINUM

CNPJ: [17.334.148/0001-65](https://cnpj.gov.br/17.334.148/0001-65)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado com duração indeterminado para o fundo, cujas cotas oferecidas foram divididas em quatro classes:

- R\$ 42.000.000,00 em cotas seniores (1ª. série) com duração prevista para 132 meses;
- R\$ 9.000.000,00 em cotas subordinadas mezanino classe A;
- R\$ 7.500.000,00 em cotas subordinadas mezanino classe B;
- R\$ 1.500.000,00 em cotas subordinadas júnior;

Portanto, o grau de subordinação do fundo é de 30% (incluindo cotas mezanino e júnior).

DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de contratos de refinanciamento imobiliário da DOMUS Companhia Hipotecária, portanto, o cedente/originador dos créditos é a própria DOMUS Companhia Hipotecária, sendo desse modo um FIDC monocedente, porém polisacado, pois são contratos de diversos clientes na forma de CCis (Cédulas de Crédito Imobiliário).

**GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:**

Originador dos créditos: DOMUS Companhia Hipotecária

Cobrança primária (*servicer* e consultora): Monitoramento e Serviços Financeiros Imobiliários LTDA (MSFI).

Estruturador: Gradual CCTVM S.A.

Administrador: Gradual CCTVM S.A.

Gestor: Empírica Investimentos Gestão de Recursos LTDA

Consultor Imobiliário: Empírica Real State S.A.

Consultora 2: Monitoramento e Serviços Financeiros Imobiliários LTDA (MSFI).

Custodiante: Banco Santander Brasil S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Fitch Ratings, com rating inicial A para as cotas seniores, BBB- para as cotas mezanino A e CCC para as cotas mezanino B.

O fundo iniciou suas atividades em setembro de 2013, porém as cotas seniores só foram fazer parte do fundo em setembro de 2014. Em janeiro de 2014 foi detectado que um nível acima de 10% de atrasos nos direitos creditórios com prazo até 90 dias. Em março os acionistas decidiram pela inclusão da amortização extraordinária, e no mesmo mês houve uma amortização das cotas mezanino classe A no valor de R\$ 6.000.000,00. Porém em abril de 2014 as cotas tiveram suas notas rebaixadas pela Fitch por causa das dificuldades do originador em ceder direitos creditórios ao fundo. As cotas seniores foram rebaixadas para BB e as mezanino classe A para B. Porém, isso não se constituiu num evento de avaliação. No mês seguinte houve um resgate extraordinário das cotas mezanino A em R\$ 155.000,00. No mês de novembro o Banco Santander foi substituído pelo Santander DTVM S/A na custódia do fundo.

No final de 2014 as cotas seniores representavam apenas 8,16% do fundo. Em fevereiro do ano seguinte o fundo teve sua denominação alterada para FIDC EMPÍRICA HOME EQUITY, tendo a Fitch Ratings atribuído rating BB para as cotas seniores e rating B para as cotas mezanino A.

Evento de avaliação discutido em assembleia: falta de direitos creditórios na proporção exigida pela legislação.

FIDC 44: BV FINANCEIRA FUNDO DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS  
CREDITÓRIOS VI

CNPJ: [13.049.678/0001-00](#)

COTAS:

É um FIDC de forma de condomínio fechado com duração prevista para 60 meses, cujas cotas oferecidas foram divididas em três classes:

- R\$ 2.000.000.000 em cotas seniores (série única);
- R\$ 533.320.000,00 em cotas subordinadas mezanino;
- R\$ 133.350.000,00 em cotas subordinadas júnior;

Portanto, o grau de subordinação do fundo é de 25% (incluindo júnior e mezanino).

DIREITOS CREDITÓRIOS:

O tipo de direito creditório cedido ao fundo é oriundo de contratos de financiamento de automóveis da BV Financeira, portanto, o cedente/originador dos créditos é a própria BV Financeira, sendo desse modo um FIDC monocedente, porém polisacado, pois são contratos de diversos clientes.

GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES:

Originador dos créditos: BV Financeira S.A

Cobrança primária: BV Financeira S.A.

Estruturador: Banco Votorantim S.A., tendo o Bradesco S.A. como banco distribuidor.

Administrador: Votorantim Asset Management DTVM LTDA

Gestor: Votorantim Asset Management DTVM LTDA

Custodiante: Banco Bradesco S.A.

Auditoria: KPMG

Agência de classificação de risco: Moody's, com rating inicial A2 para as cotas seniores e B1 para as cotas mezanino.

Iniciadas as operações em setembro de 2011, em fevereiro de 2013 houve uma elevada amortização de cotas subordinadas em R\$ 213,7 milhões, porém o FIDC continuou dentro dos limites da subordinação mínima, com 32,72% em março de 2013. O excesso de spread foi violado entre agosto e dezembro de 2013, o que ensejaria ao administrador convocar uma assembleia de cotistas. Além disso, em março de 2014 o grau de subordinação das subordinadas júnior também foi violado em março de 2014. Esse desenquadramento das subordinadas permaneceu em junho de 2014, levando à violação do grau de subordinação em junho de 2014, e o respectivo rebaixamento das cotas mezanino para Caa2, ficando as cotas seniores em *Credit Watch* negativo.

Em 19 de dezembro de 2014 a Moody's realizou um novo rebaixamento das cotas mezanino para Caa3, levando os acionistas a decidirem pela liquidação antecipada do fundo, tendo o fundo chegado ao final do ano sem cotas subordinadas júnior, embora com elevado grau de cotas mezanino que garantiam a subordinação das cotas seniores. O fundo foi cancelado em 2015.

Evento determinante para o rebaixamento de cotas: excesso de spread.

#### 4.2.4 RESULTADOS NOS 44 FIDCs (VER APÊNDICE B)

Além desses 22 casos exemplificados, a tabela em APÊNDICE B no final dessa pesquisa mostra os resultados das análises feitas sobre o material de consulta (regulamentos, prospectos, relatórios de classificação de risco e atas de assembleias) disponível. Ao longo da vida de um FIDC é possível que haja mais de um evento de avaliação discutido entre os administradores e os acionistas nas assembleias, assim como podem existir mais de um rebaixamento ou elevação das cotas dos ratings. Entre a data indicada do evento de avaliação e a data de liquidação final do fundo (quando for o caso) pode haver outros eventos de avaliação.

Temos que ter em mente que o monitoramento do fundo possui um alvo preferencial: os cotistas. Os maiores detentores dessas informações no caso são os administradores do fundo e as agências de classificação de risco. Para que essas informações se difundam com

mais nitidez aos analistas é necessário ter acesso a esses relatórios. Enquanto isso não ocorre, equívocos e boatos podem ocorrer perfeitamente. Como vimos na Teoria da Agência, as agências de classificação de risco possuem uma função extremamente relevante no mercado: tentam diminuir o nível de assimetria de informações entre os administradores (agente) e os investidores (principal).

Desse modo, a tabela possui as seguintes colunas informativas:

- a) O grau potencial de conflitos de interesse: quantidade de entidades participantes do FIDC que pertencem ao mesmo grupo econômico (mesma bandeira);
- b) O evento de avaliação, liquidação ou amortização em si;
- c) A causa do rebaixamento do rating, quando houver;
- d) Se houve troca das entidades participantes da operação (o que pode indicar um não cumprimento de obrigações contratadas de modo adequado);
- e) O resultado final, ou como o fundo foi encerrado ou como se deu sua continuidade (para cobranças);

Nessa última coluna de informações só não foi possível identificar como se encerrou o FIDC BCSUL VERAX CRÉDITO CONSIGNADO II, pois o administrador do fundo depois de sucessivos rebaixamentos de rating enviou para a CVM uma comunicação dizendo que o fundo estava dispensado de classificação de risco em função do artigo 5 da ICVM 400, que não trata da dispensa de classificação de risco e sim da dispensa de registro de oferta.

#### 4.2.5 ANÁLISE COMPLEMENTAR

Assim como no Momento Pré-Distribuição, na Atividade Pós-Distribuição os resultados apresentados no APÊNDICE B também serão analisados sob a forma de gráficos. Porém, como já comentado no início do capítulo 04, as análises foram feitas sobre 46 observações, pois dois FIDCs apresentavam dois *defaults* distintos cada um na lista da Risk Office. Além disso, o FIDC CORP MULTISSETORIAL foi apresentado como uma observação distinta do FIDC LINK MULTISSETORIAL, pois o primeiro não constava da lista da Risk Office, mas havia sido convertido do segundo.

Na Atividade Pós-Distribuição, as observações separadas dos FIDCs UNION NATIONAL e BV FINANCEIRA VI foram agregadas aos seus respectivos FIDCs. Os FIDCs CORP MULTISSETORIAL e LINK MULTISSETORIAL foram apresentados como sendo um

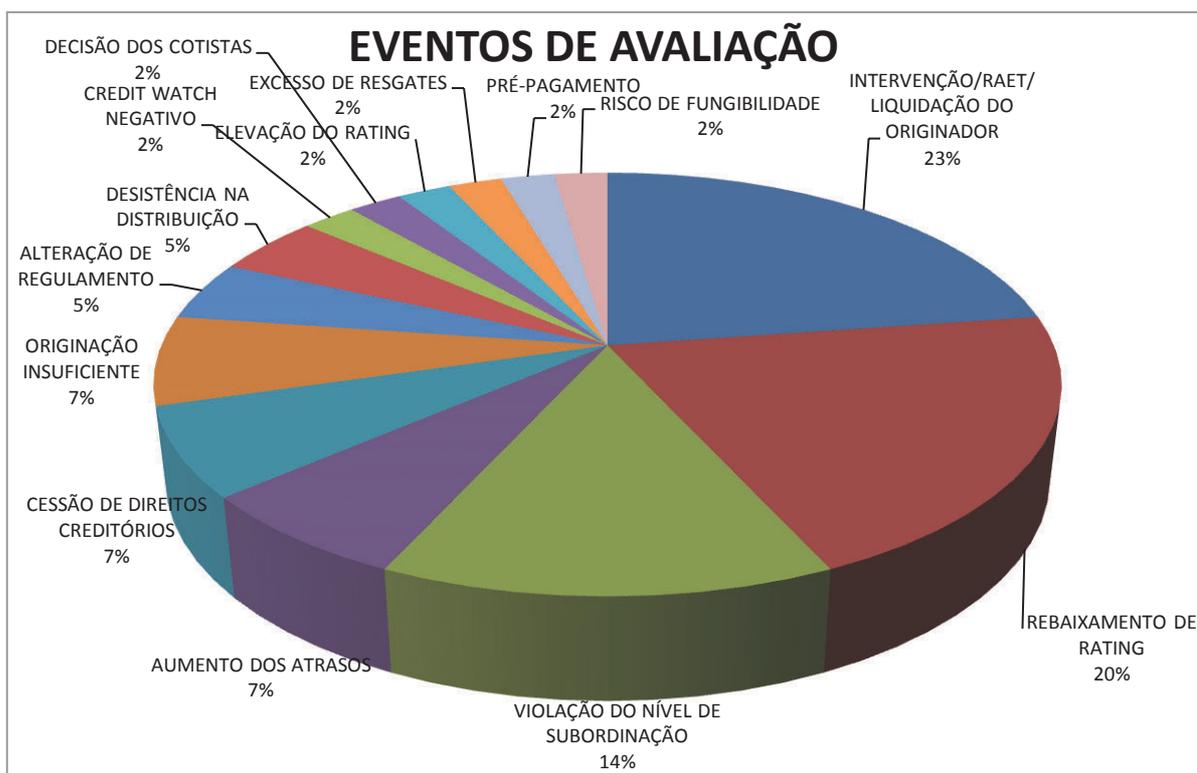
único FIDC, apesar da mudança de nome e de algumas entidades administradoras. Além disso, foi incluído na Atividade Pós-Distribuição o FIDC SABEMI FINANCEIRO II, que conforme observação na tabela da Risk Office houveram dois FIDCs cancelados da Sabemi Seguradora. Desse modo, o período analisado dois ficou com 44 observações.

Essa análise será feita por meio de gráficos de estatística descritiva sobre os resultados apresentados no APÊNDICE B, destacando as seguintes características: eventos de avaliação (*subtítulo 4.2.5.1*), causas dos rebaixamentos de rating (*subtítulo 4.2.5.2*), resultado final do FIDC (*subtítulo 4.2.5.3*), e níveis de subordinação (*subtítulo 4.2.5.4*). Com base nos conceitos apresentados na Teoria da Agência (conflitos de interesses e a estratégia de usar vários CNPJ sob a mesma bandeira participando das diversas atividades operacionais dos FIDC - gestão, administração, controladoria, custódia, entre outras), cujos critérios de análise foram apresentados no capítulo 03 (metodologia), serão analisadas também em quais funções ocorreram substituições dos participantes da operação em cada uma dos cinco graus anteriormente convencionados (*subtítulo 4.2.5.5*), bem como o tipo de evento de avaliação que se manifestou em cada um dos graus (*subtítulo 4.2.5.6*).

#### *4.2.5.1 Eventos de avaliação, liquidação e/ou amortização*

O gráfico 12 a seguir mostra a distribuição dos eventos de avaliação, liquidação e/ou amortização descritos no APÊNDICE B:

GRÁFICO 12 – EVENTOS DE AVALIAÇÃO



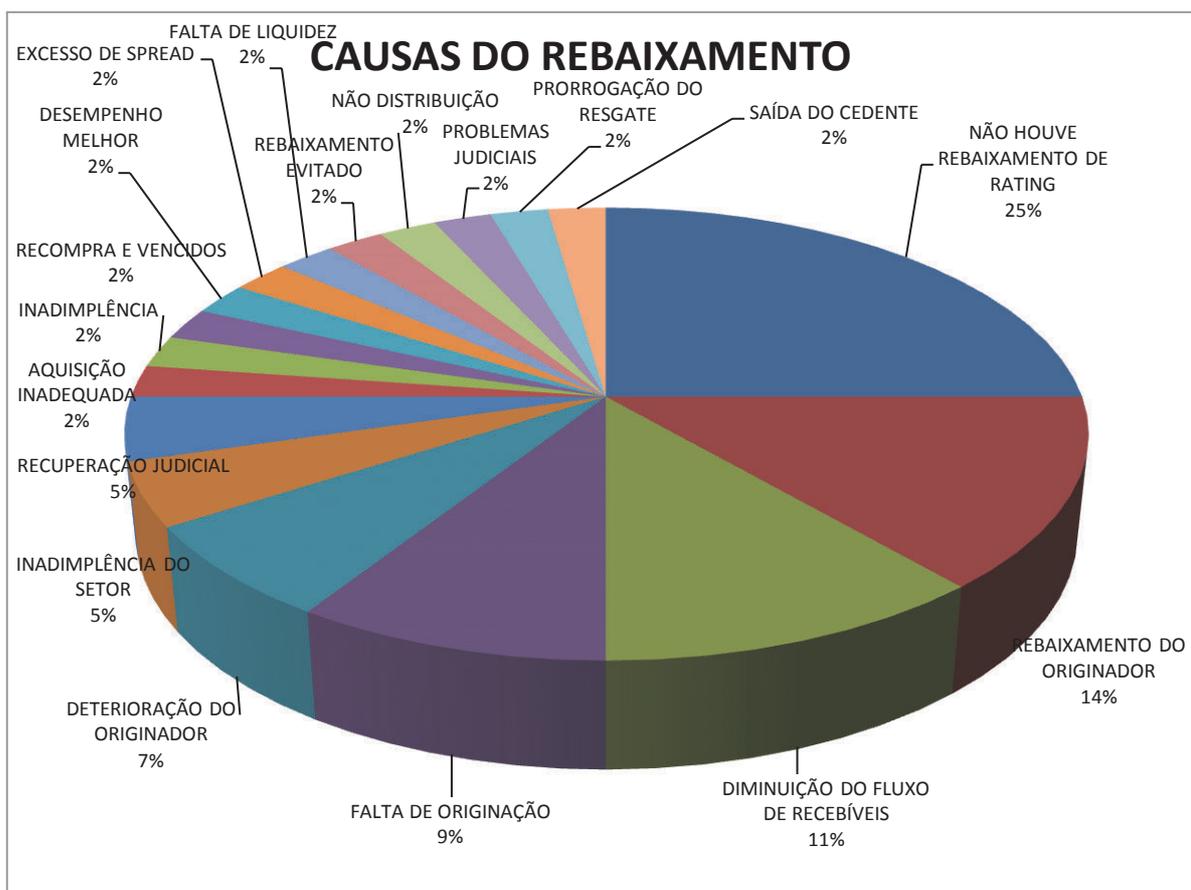
Fonte: elaboração do autor.

A principal causa dos eventos de avaliação na amostra examinada está na intervenção, administração especial ou liquidação do originador (23%), seguida do rebaixamento de rating (20%) e da violação do nível de subordinação (14%). Em seguida aparece empatados com 7% cada um, o aumento dos atrasos, a cessão de direitos creditórios e a originação insuficiente. Todos esses três fatores referem-se à qualidade e à quantidade dos direitos creditórios.

#### 4.2.5.2 Causas dos rebaixamentos de rating

O gráfico 13 a seguir mostra as causas diretamente relacionadas com o rebaixamento de rating sofridos, nos casos em que houve e não houve o rebaixamento:

GRÁFICO 13 – CAUSAS DO REBAIXAMENTO



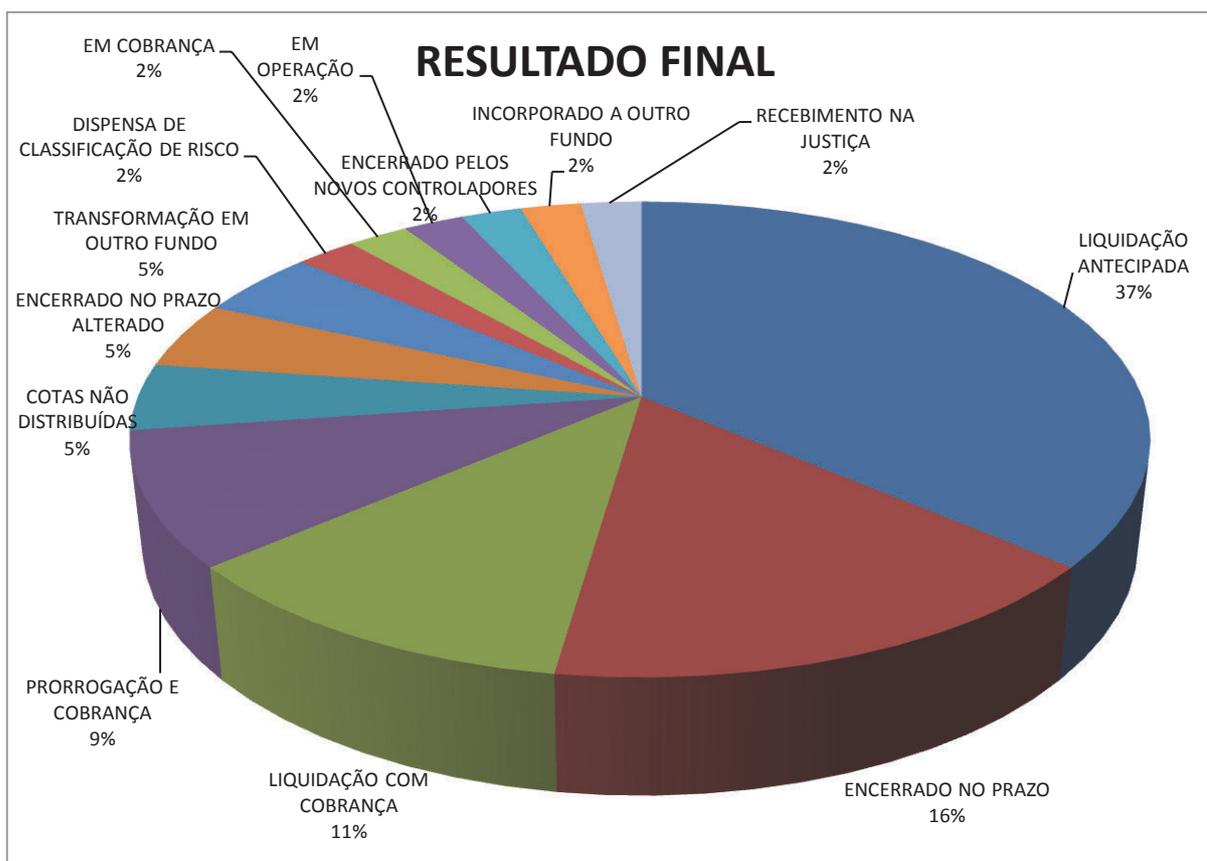
Fonte: elaboração do autor.

Como é possível visualizar no gráfico 13, 25% dos FIDCs da amostra não sofreram rebaixamento de rating. Os quatro fatores que mais geraram o rebaixamento de rating estão ligados ao originador e o fluxo de recebíveis: 14% se deveram ao rebaixamento do originador, 7% a deterioração da situação do originador, 9% à falta de origemação suficiente de recebíveis, e 11% à diminuição do fluxo de recebíveis. Problemas ligados à inadimplência no setor ou recuperação judicial respondem por apenas 5% das causas cada um.

#### 4.2.5.3 Resultado final (encerramento) dos FIDCs

Já o gráfico 14 a seguir, mostra o resultado final de cada FIDC, como foram concluídas as operações nos fundos da amostra, com a situação de cada um até o dia 31 de dezembro de 2015:

GRÁFICO 14 – RESULTADO FINAL DOS FIDCs



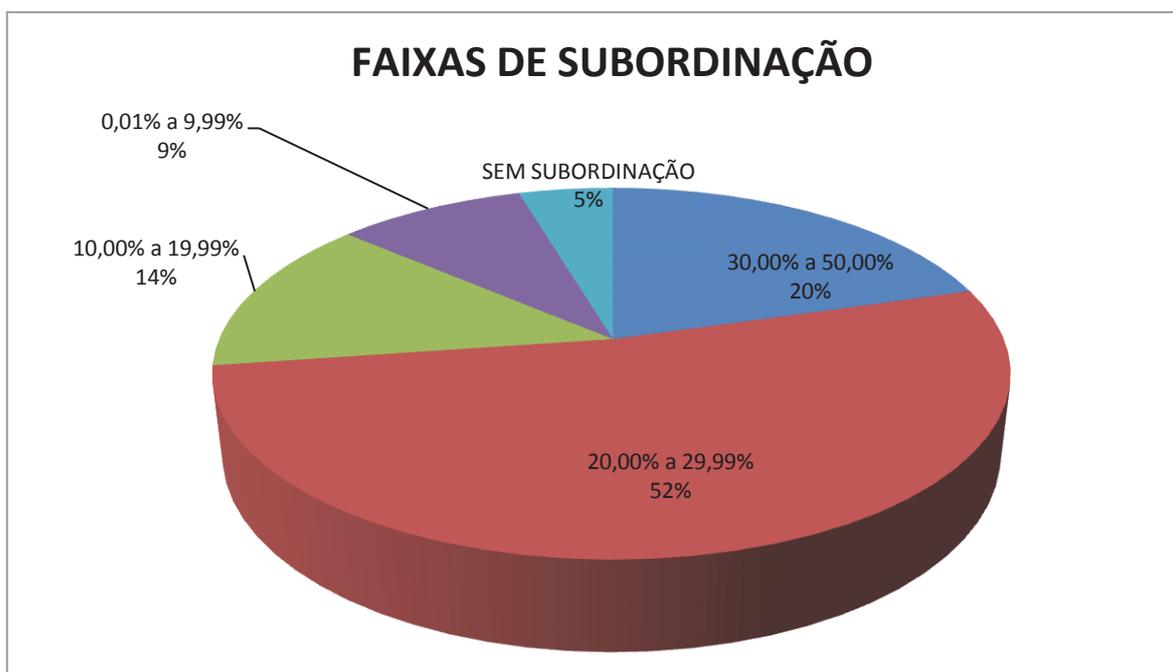
Fonte: elaboração do autor.

De todos os processos de eventos de avaliação no gráfico 14, 37% terminaram em liquidação antecipada do fundo, alguns ainda registrados, outros já cancelados. Já os fundos encerrados no prazo representam 16% dos casos. Em seguida temos 11% de fundos que declararam em liquidação antecipada, cujo processo de conclusão só se dará depois de realizado todo processo de cobrança possível. Outros fundos optaram por prorrogar seus prazos de vencimento, porém realizando a cobrança: esses casos representam 9%. Com 5% dos casos cada um, temos: cotas não distribuídas, fundo encerrado no prazo alterado e fundo transformação em outro fundo.

#### 4.2.5.4 Níveis de subordinação

Já no que se refere ao grau de subordinação, os mesmos foram agrupados em cinco intervalos, como se pode ver no gráfico 15, a seguir:

GRÁFICO 15 – NÍVEIS DE SUBORDINAÇÃO



**Fonte:** elaboração do autor.

As faixas que representam os níveis mais elevados de subordinação representam 20% das observações, sendo em proporção a segunda faixa mais numerosa. Nessa faixa houve apenas um caso de alteração do nível de subordinação em nove casos observados. Por outro lado, cinco acabaram sendo FIDCs aonde houve a necessidade de se cobrar os direitos creditórios vencidos. Ou seja, os níveis tão elevados de subordinação não impediram os FIDCs de terem que realizar esse tipo de cobrança.

Na faixa com níveis de subordinação mais moderados apresenta a frequência mais numerosa, com 52%, e a necessidade de se elevar esses níveis de subordinação ocorreram em quatro dos vinte e três FIDCs observados. A necessidade de se realizar cobranças de direitos vencidos apareceu em quatro FIDCs., um desempenho melhor que pode ser explicado por outros mecanismos de proteção que não somente as cotas subordinadas.

Já na faixa seguinte, a frequência foi de 14%, e a necessidade de se alterar o nível de subordinação se apresentou em quatro dos seis FIDCs observados, apresentando o pior desempenho entre as faixas consideradas. Por outro lado, em nenhum FIDC dessa faixa se necessitou realizar cobranças para a liquidação completa do fundo.

Na faixa mais inferior dos níveis de subordinação ocorreram em apenas 9% dos FIDCs observados, sendo que nessa faixa nenhum FIDC precisou alterar o nível de

subordinação. Essa proteção mais efetiva pode ser explicada pelo reforço de proteção apresentados por outros elementos colaterais e de proteção das estruturas desses FIDCs.

Finalmente, nos FIDCs sem subordinação ocorreram somente em dois dos 44 FIDCs, sendo que somente em um deles se chegou à situação de cobrança de créditos vencidos na liquidação do fundo.

#### 4.2.5.5 GPCI x Substituição dos participantes

Em busca de algum padrão no grau potencial de conflito de interesses (GPCI), foram cruzados os diferentes níveis na escala proposta deste trabalho (elevadíssimo, elevado, médio, baixo e baixíssimo) com as substituições de entidades ocorridas durante o tempo de existência dos FIDCs. Chegamos aos seguintes resultados no Quadro 10 a seguir:

- Os FIDCs com elevadíssimo grau potencial de conflito de interesse (5) concentram as substituições de auditoria: 7 dos 10 casos observados.
- Os FIDCs com médio grau potencial de conflito de interesse (3) concentram as substituições de gestora: 7 dos 15 casos observados, dos quais 5 envolviam conjuntamente a substituição os agentes de cobrança.
- Os FIDCs com baixo grau potencial de conflito de interesses (2) concentram a não substituição de entidades: 8 dos 15 casos observados.

**QUADRO 10 - GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES X SUBSTITUIÇÃO DOS PARTICIPANTES**

GPCI	SUBSTITUIÇÕES DE PARTICIPANTES
ELEVADÍSSIMO	SIM (AUDITORIA, CUSTODIANTE)
ELEVADÍSSIMO	SIM (AUDITORIA)
ELEVADÍSSIMO	SIM (ADMINISTRADOR, AUDITORIA)
ELEVADÍSSIMO	SIM (ADMINISTRADOR, AUDITORIA)
ELEVADÍSSIMO	NÃO
ELEVADÍSSIMO	NÃO
ELEVADÍSSIMO	NÃO
ELEVADO	NÃO
ELEVADO	NÃO
MÉDIO	SIM (GESTOR, MAS DO MESMO GRUPO)
MÉDIO	SIM (GESTOR, ADMINISTRADORA, COBRANÇA, CUSTODIANTE)
MÉDIO	SIM (GESTOR)

MÉDIO	SIM (CUSTODIANTE)
MÉDIO	SIM (COBRANÇA, GESTORA)
MÉDIO	SIM (AGÊNCIA DE RATING)
MÉDIO	SIM (AGÊNCIA DE RATING)
MÉDIO	SIM (ADMINISTRADOR, CUSTODIANTE, DISTRIBUIDOR)
MÉDIO	NÃO
BAIXO	SIM (GESTOR)
BAIXO	SIM (CUSTODIANTE)
BAIXO	SIM (AUDITORIA)
BAIXO	SIM (AUDITORIA)
BAIXO	SIM (AGÊNCIA DE RATING, ESTRUTURADOR, GESTOR)
BAIXO	SIM (AGÊNCIA DE RATING)
BAIXO	SIM (ADMINISTRADOR, GESTORA)
BAIXO	NÃO
BAIXÍSSIMO	SIM (ADMINISTRADOR)
BAIXÍSSIMO	NÃO

Fonte: elaboração do autor.

Em função do tamanho da amostra, não se pode afirmar nada no caso dos graus médio e baixo, mas tendo uma amostra maior seria interessante avaliar os FIDCs com grau 5 da escala com relação às trocas de auditoria.

#### 4.2.5.6 GPCI x Eventos de avaliação

Finalmente, ainda em busca de um padrão, será feito o cruzamento entre o GPCI com os eventos de avaliação/liquidação/amortização identificados no APÊNDICE A. O resultado é o que segue no Quadro 11:

**QUADRO 11 - GRAU POTENCIAL DE CONFLITO DE INTERESSES X EVENTOS DE AVALIAÇÃO**

<b>GPCI</b>	<b>EVENTO DE AVALIAÇÃO</b>
ELEVADÍSSIMO ELEVADÍSSIMO ELEVADÍSSIMO ELEVADÍSSIMO ELEVADÍSSIMO ELEVADÍSSIMO ELEVADÍSSIMO ELEVADÍSSIMO ELEVADÍSSIMO	ALTERAÇÃO NO REGULAMENTO (ELEVAÇÃO DA SOMA DAS FATURAS MENSAS CEDIDAS) DECISÃO DOS COTISTAS INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS
ELEVADO ELEVADO	CESSÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS (APONTAMENTOS DA AUDITORIA) DESISTÊNCIA NA DISTRIBUIÇÃO
MÉDIO MÉDIO MÉDIO MÉDIO MÉDIO MÉDIO MÉDIO MÉDIO MÉDIO MÉDIO MÉDIO MÉDIO MÉDIO MÉDIO	ALTERAÇÃO DE REGULAMENTO (AUMENTO NA RAZÃO DE GARANTIA) AUMENTO DOS ATRASOS DECISÃO DOS COTISTAS EXCESSO DE RESGATES INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR ORIGINAÇÃO INSUFICIENTE (ALOCAÇÃO EM DIREITOS CREDITÓRIOS ABAIXO DE 50%) PRÉ-PAGAMENTO (DESENQUADRAMENTO DO ÍNDICE) REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS VIOLAÇÃO DO NÍVEL DE SUBORDINAÇÃO VIOLAÇÃO DO NÍVEL DE SUBORDINAÇÃO (26 DIAS) VIOLAÇÃO NO NÍVEL DE SUBORDINAÇÃO (CONSUMO DAS COTAS SUBORDINADAS)
BAIXO BAIXO BAIXO BAIXO BAIXO BAIXO	AUMENTO DOS ATRASOS AUMENTO DOS ATRASOS (ÍNDICE) CESSÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS AO FUNDO (DESVIO) CONCENTRAÇÃO POR SETOR (DESENQUADRAMENTO) DECISÃO DE 90% DOS COTISTAS DESISTÊNCIA NA DISTRIBUIÇÃO (RETIRADA DO RATING)
BAIXO BAIXO BAIXO BAIXO BAIXO BAIXO	REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS RISCO DE FUNGIBILIDADE (DIFICULDADES EM ACESSAR

CONTINUA

BAIXO	DOCUMENTOS DO BVA)
BAIXO	VIOLAÇÃO DO NÍVEL DE SUBORDINAÇÃO
BAIXO	VIOLAÇÃO DO NÍVEL DE SUBORDINAÇÃO (REDUÇÃO)
	VIOLAÇÃO NO NÍVEL DE SUBORDINAÇÃO (CONSUMO DAS COTAS SUBORDINADAS)
BAIXÍSSIMO	CRÉDIT WATCH NEGATIVO
BAIXÍSSIMO	ELEVAÇÃO DO RATING

**Fonte:** elaboração do autor.

Temos então as seguintes observações que se destacam pelos graus:

- a) O grau elevadíssimo (5) concentra a presença de intervenção/RAET/liquidação do originador dos direitos creditórios (6 dos 10 casos)
- b) O grau elevado (4) é pequeno demais para apresentar um evento predominante (apenas dois FIDCs);
- c) O grau médio (3) apresenta o mesmo evento de intervenção/RAET/liquidação do originador apresentado no grau (5), porém com 4 dos 15 casos, enquanto o evento violação da subordinação aparece 3 vezes nos 15 casos observados.
- d) O grau baixo (2) apresenta 5 casos de rebaixamento de cotas e 3 de violação do nível de subordinação nos 15 casos observados.
- e) O grau baixíssimo, embora pequeno demais em número de observações, também foi o que apresentou os dois casos de FIDCs onde não houve eventos de avaliação/liquidação/amortização que redundassem em liquidações antecipadas ou rebaixamento de rating.

## 5 CONCLUSÕES

Tendo em vista os objetivos da pesquisa, e após a análise dos resultados chegou-se às seguintes conclusões:

- a) Avaliar as características preliminares de um conjunto de FIDCs que apresentaram eventos de avaliação no período que vai de 2005 a 2014 (lista da Risk Office).

No Momento Pré-Distribuição (*ex ante*) a forma mais frequente apresentou as seguintes características: forma de condomínio fechado, ratings preliminares AAA, direitos creditórios oriundos de operações financeiras (empréstimos bancários), monocedente (normalmente uma instituição financeira), benchmark baseado na variação do CDI e com esforço de distribuição baseado na ICVM 400. A agência de classificação de risco mais contratada foi a Standard and Poor's, o Deutch Bank foi o custodiante mais presente na amostra de FIDCs, a KPMG a auditoria mais contratada, a Oliveira Trust DTVM o administrador mais frequente, porém sem haver necessariamente a predominância mais significativa de um determinado gestor de carteira entre os diversos contratados por esses FIDCs.

- b) Analisar as origens (“tipificação”) dos eventos de avaliação ocorridos com uma amostra de FIDCs no período de 2005 a 2014.

As observações da Atividade Pós-Distribuição (*ex post*) dos 44 FIDCs da amostra da Risk Office indicam que a principal causa de eventos de avaliação está relacionada a FIDCs monocedentes cujos créditos foram oriundos de instituições financeiras que apresentaram problemas operacionais que levaram às mesmas a situação de intervenção, RAET ou liquidação pelo Banco Central (23%). Em seguida apareceu o rebaixamento dos ratings dos fundos pelas agências de classificação de risco: só em 20% dos casos analisados essas agências conseguiram antecipar problemas com o fundo em seus relatórios. Isso indicou também uma dificuldade maior das agências de classificação de risco em monitorar as instituições financeiras, cujo órgão regulador é o Banco Central do Brasil. Outra parte significativa dos resultados em que as agências de classificação de risco não realizaram o rebaixamento de rating antes dos investidores decidirem pelo evento de avaliação esteve ligada a problemas com o fluxo de direitos creditórios que acarretaram violação dos níveis de subordinação (14%) e cessão de direitos creditórios em desacordo com o regulamento (7%).

Os atrasos nos pagamentos dos direitos creditórios (7%) revelaram também situações em que análises preliminares não foram adequadamente realizadas.

- c) Avaliar a existência de evidências que indiquem conflitos de interesse entre os participantes (administradores, agências de rating, auditorias, cobranças, custodiantes, gestores, originadores) de um conjunto de FIDCs selecionados que passaram por eventos de avaliação entre 2005 e 2014.

Levando-se em consideração a quantidade de diferentes CNPJ atuando sob a mesma bandeira (conglomerado econômico) nos FIDCs na Atividade Pós-Distribuição (*ex post*) observou-se que a principal substituição de participantes nos FIDCs com cinco ou mais CNPJ sob a mesma bandeira se deu nas auditorias (7 de 10 casos). Por outro lado, raramente as auditorias pertencem a grupos econômicos que atuam em outras “frentes” (gestão, administração, custódia, controladoria, etc.). Já nos FIDCs com três participantes sob a mesma bandeira, a principal substituição se deu nas gestoras (7 dos 15 casos), e na maior parte foram acompanhadas também pela substituição dos agentes de cobrança primários (5 casos). Por outro lado, nos FIDCs aonde os CNPJ envolvidos não estavam sob a mesma bandeira em 8 dos 15 casos não foi necessário fazer qualquer substituição de participantes de instituições participantes do fundo.

As recentes instruções da CVM emitidas em 2014/2015 revelaram elevada preocupação com essa questão de conflitos de interesses nas administrações dos fundos de investimento:

- a) A ICVM 554/14 que incluiu, revogou e alterou vários aspectos tratados em diversas instruções da CVM emitidas nos 20 anos anteriores, entre 1994 e 2013, todas relativas aos fundos de investimento e participantes do mercado. Essa instrução também criou a classificação de investidores profissionais, além da existente dos investidores qualificados, destacando ainda mais a capacidade dos primeiros em monitorar (informações) seus investimentos.
- b) A ICVM 555/14 que em conjunto com a ICVM 554/14 substituiu a ICVM 409/04 no que se refere a constituição, administração, funcionamento e divulgação dos fundos de investimento. A principal medida para combater os conflitos de interesse foi a proibição da taxa de rebate. Porém, diversas outras medidas reforçaram o combate ao conflito de interesses e a assimetria de informações: novas regras para a realização de assembleias, criação de novos formulários e lâminas de informações, gestão

compartilhada, o termo de ciência de risco e as novas metodologias para gerenciar o risco.

- c) A ICVM 558/15 que substituiu a ICVM 306/99 no que se refere ao exercício profissional dos administradores de carteiras de valores mobiliários, procurando reforçar a segregação das atividades, uma das soluções para minimizar o conflito de interesses. Diversas medidas foram tomadas para diminuir tanto os conflitos de interesse quanto a assimetria de informações: criação de nova categoria de administradores (visando reforçar as atividades de custódia do fundo), nomeação de um diretor de *compliance*, novas exigências para a distribuição das cotas dos fundos, novas exigências para a gestão de riscos, novas regras de conduta para os administradores e de divulgação de informações nas páginas da internet.

Cabe destacar um importante ponto dessa pesquisa: o seu caráter inédito e ao mesmo tempo inovador. Não foi possível encontrar até o momento outro trabalho acadêmico no Brasil que analisasse os FIDCs sob a ótica da Teoria da Agência, procurando identificar as relações existentes entre os conflitos de interesse e os resultados apresentados pelos fundos analisados.

Nessa pesquisa houve uma limitação importante dada pela disponibilidade de documentos. Nem todos os documentos disponibilizados pelas autoridades reguladoras se mostram completos no conjunto de documentos que todos os fundos deveriam disponibilizar. Algumas atas de assembleias importantes estão ausentes. Há situações em que administradores enviam apenas um comunicado indicando o link de onde se encontram o documento solicitado (regulamentos, prospectos, relatórios classificação de risco, etc.). Com o tempo esse link perde a efetividade, deixando um “*lacking*” de informações no histórico do FIDC. Mesmo assim por meio do cruzamento de informações de diferentes documentos (especialmente nos relatórios de classificação de risco mais analíticos) foi possível localizar certos eventos relevantes no histórico do FIDC e fundamentais para a compreensão dos fatores que levaram ao evento de avaliação e/ou a liquidação antecipada do fundo.

Como sugestão para os órgãos reguladores e também para pesquisas futuras tem-se a questão relativa à manutenção do fluxo de informações, essenciais para a elaboração de relatórios de risco. Poderiam ser estabelecidos procedimentos mais constantes de envio de informações, com penalidades severas para o não cumprimento.

## REFERÊNCIAS

- ACIONISTA. **O Mercado – opções de investimento: FIDC**. 2015. Disponível em: <<http://www.acionista.com.br/mercado/fidc.htm>>. Acesso em: 15 maio 2015.
- AMBROSE, B. W.; LACOUR-LITTLE, M.; SANDERS, A. B. Does regulatory capital arbitrage, reputation, or asymmetric information drive securitization? **Journal of Economics Service Research**, Olney Bucks, UK, v. 28, n. 1, p. 113-133, 2005. Disponível em: <<http://mihaylofaculty.fullerton.edu/sites/mlacour-little/Papers/Paper03.pdf>>. Acesso em: 07 jul. 2015.
- ANDRADE, A.; ROSSETI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos: desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Editora Atlas, 2006.
- ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 11. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2012.
- \_\_\_\_\_; CORRAR, L. J.; BRITO, G. A. S. Sistema de classificação de Risco de Crédito: uma aplicação a companhias abertas no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 20, n. 51, set./dez. 2009.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Anuário 2012: indústria de fundos de investimento**. São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/file/Anuario%202012.pdf>>. Acesso em: 29 mar. 2016.
- \_\_\_\_\_. **Financiamentos de longo prazo: incentivos tributários**. 14 out. 2014. Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/informe\\_legislacao/2014\\_021.asp](http://www.anbima.com.br/informe_legislacao/2014_021.asp)>. Acesso em: 07 out. 2015.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PARTICIPANTES EM FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTICEDENTES E MULTISSACADOS (ANFIDIC). **Cresce calote em fundo de crédito**. 29 jun. 2012. Disponível em: <<http://www.anfidic.com.br/noticias/nota/articletype/articleview/articleid/111/cresce-calote-em-fundo-de-credito.aspx>>. Acesso em: 31 mar. 2016.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução N. 2.907**, de 29 de novembro de 2001. Autoriza a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res\\_2907\\_v1\\_O.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2907_v1_O.pdf)>. Acesso em: 07 mar. 2015.
- BM&F BOVESPA. **O que são FDICs**, 2015. Mercados: Renda Fixa, FIDC e FICFIDC. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/renda-fixa/o-que-sao-fidcs.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 31 mar. 2015.
- BONE, R. B. Ratings soberanos e corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica. **Perspectiva Econômica**, São Leopoldo, RS, v. 2, n. 1, p. 46-67, 2006.
- BORGES, L. F. X. Securitização como parte da Segregação de Risco. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 12, p. 123-136, dez. 1999, Rio de Janeiro, RJ.

\_\_\_\_\_. **Project finance e infraestrutura: descrição e críticas.** Rio de Janeiro: BNDES, 2002. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta\\_Expressa/Setor/Mercado\\_de\\_Capitais/199806\\_11.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Mercado_de_Capitais/199806_11.html)>. Acesso em: 10. Ago. 2015.

\_\_\_\_\_; LOPES, Lilia M. P. M. B. Os valores mobiliários e a captação de empréstimos no Mercado Financeiro Doméstico. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 8, n.15, p. 289-308, jun. 2001, Rio de Janeiro, RJ.

BRASIL. **Lei 10.735**, de 11 de setembro de 2003. Dispõe sobre o direcionamento de depósitos à vista captados pelas instituições financeiras para operações de crédito destinadas à população de baixa renda e a microempreendedores, autoriza o Poder Executivo a instituir o Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social - PIPS, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2003/110.735.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2003/110.735.htm)>. Acesso em: 21 mar. 2015.

CANTOR, Richard; PACKER, Frank. **Determinants and Impact o Sovereign Credit Ratings.** Federal Reserve Bank of New York: Economic Policy Review, out., 1996, Nova York, NY, USA.

CARVALHO, F. J. C. et al. **Economia monetária e financeira: teoria e prática.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CATÃO, G. C. et al. Securitização de recebíveis no setor bancário brasileiro: um estudo empírico. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, RJ, v. 7, n. 3, p. 327-345, 2009.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação.** 2. ed. São Paulo: Bookman Editora, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 306/99.** Dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst306.html>>. Acesso em: 29 mar. 2016.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM 409/04.** Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst409.html>>. Acesso em: 30 mar. 2016.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM 489/11.** Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC e dos Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC, regidos pela Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social – FIDC-PIPS, regidos pela Instrução CVM nº 399, de 21 de novembro de 2003 e dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados – FIDC-NP, regidos pela Instrução CVM nº 444, de 8 de dezembro de 2006. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst489.html>>. Acesso em: 23 set. 2015.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM 504/11.** Dispõe sobre o envio de informações dos fundos de investimento que especifica ao Sistema de Informações de Créditos – SCR do Banco Central

do Brasil – BCB, 2015. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst504consolid.pdf>>.

Acesso em: 28 mar. 2015.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM 554/14.** Inclui, revoga e altera dispositivos nas Instruções 155/91, 209/94, 278/98, 332/00, 356/01, 391/03, 399/03, 414/04, 429/06, 444/06, 461/07, 472/08, 476/09 e 539/13. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst554.html>>. Acesso em: 31 mar. 2016.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM 555/14.** Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst555.html>>. Acesso em: 01 abr. 2016.

\_\_\_\_\_. **Instrução CVM 558/15.** Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst558.html>>. Acesso em: 02 abr. 2016.

CORNAGGIA, J.; CORNAGGIA, K. J; HUND, J. E. **Credit Ratings across Asset Classes: A  $\equiv$  A?** Washington DC, Georgetown: McDonough School of Business, 2012.

CRUZ, B. R.; BISPO, J. S. **Gestão de riscos dos fundos de investimentos em direitos creditórios.** In: ENCONTRO DA ANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro, RJ. **Apresentação de trabalhos.** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. p. 1-16.

DALMÁCIO, F. Z.; NOSSA, V. A teoria da agência aplicada aos fundos de investimento. **Brazilian Business Review**, Vitória, ES, v. 1, n. 1, p. 31-44, 2004.

\_\_\_\_\_ et al. A Relação entre a Performance (Risco X Retorno) e a Taxa de Performance, cobrada ou não pelas Instituições Administradoras dos Fundos de Ações Ativos Brasileiros: uma abordagem à Luz da Teoria da Agência. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005, São Paulo. **Apresentação dos trabalhos.** São Paulo: FEA/USP.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática.** 2. ed. São Paulo: Editora Bookman, 2004.

DENIS, D. K.; McCONNELL, J. J. **International Corporate Governance.** Finance Working Paper No. 05/2003, 2003. Disponível em:

<[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=320121](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=320121)>. Acesso em: 31 mar. 2016.

DERMINE, J.; BISSADA, Y. F. **Gerenciamento de ativos e passivos: um guia para a criação de Valor e Controle de Riscos.** São Paulo: Editora Atlas, 2005.

EISENHARDT, K. M. Teoria da agência: uma avaliação e revisão. **Revista de Governança Corporativa**, São Paulo, v. 2, n. 1, art. esp, p. 1-36, abr. 2015.

FACCIO, M. E. C. **Fundo de investimento em direitos creditórios: o caso Perdígão S/A.** 2006. 64 f. Monografia (Graduação Ciências Econômicas) - Centro Sócio-Econômico, UFSC, Florianópolis, SC, 2006.

FAMÁ, E. Agency problems and the theory of the firm. **Journal for Political Economy**, Chicago, EUA, v. 88, n. 2, p. 288-307, Apr. 1980. Disponível em: <[https://business.illinois.edu/josephm/BA549\\_Fall%202010/Session%205/Fama%20\(1980\).pdf](https://business.illinois.edu/josephm/BA549_Fall%202010/Session%205/Fama%20(1980).pdf)>. Acesso em: 04 abr. 2016.

\_\_\_\_\_; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, Hudson, NY, v. 26, n. 2, p. 301-327, jun 1983. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94034](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94034)>. Acesso em: 01 abr. 2016.

FAMÁ, R.; RIBEIRO NETO, R. M. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro: o novo mercado. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 1, p. 29-38, jan./mar. 2002.

FAVERO JR., O. Z. **Securitização de ativos e a transferência de risco: evidências do mercado de capitais brasileiro**. 2014. 189 f. Dissertação (Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Controladoria) - FEA-USP, São Paulo, SP, 2014.

FIDC Bandeirante. Regulamento, ANEXO III – Estrutura da Operação, Fluxograma Físico e Financeiro, 19 mar. 2010.

FINANCIAL TIMES. **Definiton of regulatory capital**. 2015. Disponível em: <<http://lexicon.ft.com/Term?term=regulatory-capital>>. Acesso em: 22 ago. 2015.

FITCH RATINGS. **Entendendo os Ratings de Crédito: usos e limitações ações de rating**. Definições de Ratings, 2015. Disponível em: <[https://www.fitchratings.com.br/pages/def\\_rtg\\_about](https://www.fitchratings.com.br/pages/def_rtg_about)>. Acesso em: 11 abr. 2015.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 19. ed. Rio de Janeiro: Quality Mark Editora Ltda, 2013.

FREUND, A. V. A. **Apreçamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. 2013. 153 f. Tese (Pós-Graduação em Administração) – Instituto COPPEAD, UFRJ, Rio de Janeiro, RJ, 2013.

GARCIA, R. L. O Déficit Público: o estado brasileiro como gerador da instabilidade econômica. **Teoria e Evidência Econômica**, Passo Fundo, RS, v. 3, n. 5, p. 59-78, maio 1995.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil: 2010.

GORDON, Simone; AMATUZZI, Bruno D. **A utilização dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) nas PPPs**. 07 mar. 2005. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI10343,61044-A+utilizacao+dos+Fundos+de+Investimento+em+Direitos+Creditorios+FIDCS>>. Acesso em: 28 set. 2005.

HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. The theory of Capital Structure. **The Journal of Finance**, United Kingdom, v. 46, n. 1, p. 297-355, Mar. 1991. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x/pdf>>. Acesso em: 01 abr. 2016

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDA, Michael F. Van. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Editora Atlas, 1999.

HÔLMSTROM, Bengt. Moral Hazard and observability. **The Bell Journal of Economics**, Helsinki, Finlândia, v. 10, n. 1, p. 297-355, 1979. Disponível em: <<http://aida.econ.yale.edu/~dirkb/teach/pdf/holmstrom/1979%20moral%20hazard.pdf>>. Acesso em: 30 mar. 2016.

HUNTINGTON. **Investment Banking**: letter of credits backed bonds. 2015. Disponível em: <<https://www.huntington.com/bas/HNB3002.htm>>. Acesso em: 15 ago. 2015.

JENSEN, Michael C. Organization theory and methodology. **The Accounting Review**, Hudson, NY, v. 56, n. 2, p. 319-339, Apr. 1983. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94036](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94036)>. Acesso em: 02 abr. 2016.

\_\_\_\_\_. **Theory of the firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms** (Preface and Introduction). May 1999. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1791761](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1791761)>. Acesso em: 02 abr. 2016.

\_\_\_\_\_; MECKLING, William H. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Rochester, NY, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043)>. Acesso em: 28 mar. 2016.

KAYO, Eduardo; FAMÁ, Rubens. **Teoria de Agência e Crescimento: Evidências Empíricas dos Efeitos Positivos e Negativos do Endividamento**. Cadernos de Pesquisa em Administração: v. 2, n. 5, 2º semestre, FEA PUC, 1997, São Paulo, SP.

LARSON, Ron; FARBER, Betsy. **Estatística aplicada**: Anhanguera Educacional. 2. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2007.

LOPES, A. B. A Teoria dos contratos, governança corporativa e contabilidade. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; BROEDEL LOPES, Alexssandro. **Teoria avançada da Contabilidade**. São Paulo: Editora Atlas, 2004, p. 70-133.

LOUVET, Pascal; TARAMASCO, Olliver. **Stock-Based Pay**: an incentive for performance or a compensation for competence? How to compensate a manager when he is competente? 7 Nov. 2007. Disponível em SSRN <<http://ssrn.com/abstract=1028250>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1028250>>. Acesso em: 28 mar. 2016.

LUXO, José Carlos A. **O impacto da securitização de ativos nos indicadores financeiros e no beta das empresas**. 206 f. 2007. Tese (Programa de Pós-Graduação em Administração) - FEA-USP, São Paulo, SP, 2007.

MACHADO, Renata M. **Ratings Soberanos do Brasil: um Estudo sobre os Impactos de suas Mudanças sobre o Spread do C-Bond**. 2005. (Dissertação (Programa de Pós-Graduação Mestrado em Administração) - PUC-RJ, Rio de Janeiro, RJ, 2005.

MANO, C. **As instituições de Wall Street não assustam mais**. 20 fev. 2013. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1035/noticias/o-touro-nao-assusta-mais>>. Acesso em: 31 mar. 2016.

MARINS, André. **Mercados derivativos e análise de risco**. Rio de Janeiro: AMS Editora, 2004.

MARTINEZ, Antônio Lopo. **Agency Theory na pesquisa contábil**. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 22., 1998, Foz do Iguaçu, PR. **Anais...** Foz do Iguaçu, PR: ANPAD, 1998.

MATTES, Mauro. **Afinal, o que são Fundos de Investimento em Direitos Creditórios?** 2006. Disponível em: <<http://www.webfinder.com.br/disclosure/HTM/D124-art1.htm>>. Acesso em: 22 set. 2015.

MINARDI, A. M. A. F.; ROSSI JUNIOR, J. L.; SANTOS, A. C. T. R. O. **Relação entre investidores e gestores de fundos de private equity no Brasil**. Insper, Working Paper 315: São Paulo: Insper, 2013.

MIZUKAWA, R. **Desafios do Mercado de FIDCs e Fundos de Infraestrutura**. In: SEMINÁRIO IBCPF DE PLANEJAMENTO FINANCEIRO PESSOAL, 4., 2013, São Paulo, SP. **Anais...** São Paulo: IBCPF, 2013.

MOODY'S INVESTOR SERVICES. **Ratings Definitions**. About Moody's Ratings, 2015a. Disponível em: <<https://www.moody.com/Pages/amr002002.aspx?lang=pt&cy=bra>>. Acesso em: 07 ago. 2015.

\_\_\_\_\_. **Ratings Police & Approach**. About Moody's Ratings, 2015b. Disponível em: <<https://www.moody.com/ratings-process/Ratings-Policy-Approach/002003>>. Acesso em: 21 ago. 2015.

NÓBREGA, M. et al. **O Mercado de Capitais: sua Importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se defronta o Brasil**. BOVESPA, 2000. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/relatorio2.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2015.

PAVANI, A. **Os riscos e o que olhar na hora de aplicar em FIDC**. 20 ago. 2014. Disponível em: <<http://www.arenadopavini.com.br/artigos/fundos-na-arena/os-riscos-e-o-que-olhar-na-hora-de-aplicar-em-fidc>>. Acesso em: 21 set. 2015.

PINHEIRO, F. A. P.; SAVOIA, J. R. F. Securitização de recebíveis: análise dos riscos inerentes. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 3, art. 165, p. 305-326, 2009.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

PINTO JÚNIOR, H. Q.; PIRES, M. C. P. **Assimetria de informação e problemas regulatórios**. 2015. Disponível em: <[https://www.anp.gov.br/doc/notas\\_tecnicas/Nota\\_Tecnica\\_ANP\\_009\\_2000.pdf](https://www.anp.gov.br/doc/notas_tecnicas/Nota_Tecnica_ANP_009_2000.pdf)> Acesso em: 25 set. 2015.

- PRATT, J. W.; ZECKHAUSER, R., J. Principals and agents: the structure of business. **Harvard Business School Press**, Boston, MA, 1985. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/247249967\\_Principals\\_and\\_Agents\\_The\\_Structure\\_of\\_Business](https://www.researchgate.net/publication/247249967_Principals_and_Agents_The_Structure_of_Business)>. Acesso em: 29 mar. 2016.
- REIS, A. F. **Gastos Públicos: Investimentos em Infraestrutura no Período Pós-privatizações: textos para discussão**. Rio de Janeiro: Faculdade de Economia, UFF, 2007.
- REIT.COM. **What is a REIT?** REIT basics: NAREIT's home for all things REIT, 2015. Disponível em: <<https://www.reit.com/investing/reit-basics/what-reit>>. Acesso em: 17 ago. 2015.
- ROSS, S. A. The Economic theory of agency: the principal's problem. **American Economic Review**, Hudson, NY, v. 63, n. 2, p. 134-139, New York, NY, 1973. Disponível em: <<https://assets.aeaweb.org/assets/production/journals/aer/top20/63.2.134-139.pdf>> Acesso em: 30 mar. 2016.
- RUDGE, L. F.; CAVALCANTE, F. **Mercado de capitais**. Belo Horizonte, MG: Comissão Nacional de Bolsa de Valores, 1993.
- SABARWAL, T. **Common structures of asset-backed securities and their risks: Corporate Ownership and Control**, Saint Louis: Washington University, v. 3, n. 4, sept, 2006.
- SANEMATSU, F. C. Remuneração dos gestores, público alvo e conflito de interesse em fundos de ações no Brasil. **Economia Aplicada**, Rio de Janeiro, v. 17, n. 3, p. 267-298, 2013.
- SANTANA, B. R. S. **Operações Off-Balance e instrumentos híbridos: utilização pelas empresas que compõe o IBrX-100 e sua relação com o Rating e a internacionalização das empresas brasileiras**. 39 f. 2013. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia) - Escola de Economia de São Paulo, FGV-SP, São Paulo, SP, 2013.
- SANTOS, J. P. **Sobre as Agências de Rating**. Lisboa, Portugal: Instituto Superior Economia e Gestão, 2011. Disponível em: <<http://jopms.blogspot.com.br/2011/07/sobre-as-agencias-de-rating.html>>. Acesso em: 15 abr. 2015.
- SATO, E. 40 Anos de Política Externa brasileira, 1958-1998: três inflexões. **Revista Brasileira de Política Internacional**, Brasília, DF, v. 41, n. esp., p. 9-28, 1998.
- SECURATO, J. R. **Análise e avaliação de risco**. 2. ed. São Paulo: Editora Saint Paul: Institute of Finance, 2012.
- SILVA, R. M. **Securitização de Recebíveis: uma visão sobre o mercado de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs)**. 95 f. 2010. Dissertação (Mestrado em Estratégia, Gestão e Finanças Empresariais) - Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, UFF, Niterói, RJ, 2010.
- SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das Empresas no Brasil**. 250 f. 2004. Tese (Pós-Graduação Doutorado em Administração) - FEA-USP, São Paulo, SP, 2004.

SOARES, C. A. F. **Da possibilidade de regulação das agências de rating no Brasil**. 2005. 39 f. Monografia (Economia) - Instituto de Economia, UFRJ, 2005, Rio de Janeiro, RJ.

SOCIEDADE SÃO PAULO DE INVESTIMENTOS. **Fundos de Investimento não Padronizados (FIDC-NP)**, [2015]. Disponível em: <<http://sociedadesp.com.br/fundos-de-investimentos-nao-padronizados/>>. Acesso em: 14 mar. 2015.

SPRAGINS, C. **Securitização no mercado nacional, presente e futuro**. 14. ed. 2004. Disponível em: <<http://www.capitalaberto.com.br/edicoes/mensal/edicao-14/securitizacao-no-mercado-nacional-presente-e-futuro/#.VhFZdN1dHIU>>. Acesso em: 19 set. 2015.

STANDARD AND POOR'S. **General criteria: principles of credit ratings**. 16 Feb. 2011. Disponível em: <[https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/sourceId/6485398](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/6485398)>. Acesso em: 23 set. 2015.

\_\_\_\_\_. **Listas de Ratings da América Latina: Regulação: Listas de Ratings, Informação Relacionada**. 2015a. Disponível em: <[http://www.standardandpoors.com/pt\\_LA/web/guest/regulatory/ratings-lists](http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/ratings-lists)>. Acesso em: 15 jul. 2015.

\_\_\_\_\_. **Standard and Poors Ratings Services: formulário de Referências CVM 2015**. São Paulo: McGraw Hill Financial, 2015a.

\_\_\_\_\_. **Standard and Poor's 17g-7 (N) Benchmark and Disclosure Reports: the Representations, Warranties, and Enforcement Mechanisms of na Asset-backed Security as Required by Paragraph (a)(1)(ii)(N) of Rule 17g-7, 2015c** Disponível em: <<http://standardandpoorsdisclosure-17g7.com/>>. Acesso em: 17 jul. 2015.

TEIXEIRA, O. F. **As condições de liquidez no mercado secundário dos fundos de investimento em direitos creditórios**. 2006. Dissertação (Mestrado Economia Política) - Pós-Graduação em Economia Política, PUC-SP, São Paulo, SP, 2006.

UQBAR. **Finanças estruturadas**. 2015a. Disponível em: <[http://manual.uqbar.com.br/portal/Manual/default/Content?action=2&uri=%2FManual%2F%2Ffinancas\\_estruturadas.html](http://manual.uqbar.com.br/portal/Manual/default/Content?action=2&uri=%2FManual%2F%2Ffinancas_estruturadas.html)>. Acesso em: 23 fev. 2015.

\_\_\_\_\_. **Cota Mezanino**. 2015b. Disponível em: <[http://manual.uqbar.com.br/portal/Manual/default/Content?action=2&uri=/Manual/C/cota\\_mezanino.html](http://manual.uqbar.com.br/portal/Manual/default/Content?action=2&uri=/Manual/C/cota_mezanino.html)>. Acesso em: 07 abr. 2015.

VALOR ECONÔMICO. **Justiça Federal condena Genoíno, Delúbio e cúpula do BMG**. 17 out. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/mensalao/2868950/justica-federal-condena-genoino-delubio-e-cupula-do-banco-bmg>>. Acesso em: 01 abr. 2016.

VIANA, Octávio. **Agências de Rating e a Bolsa de Valores no Financiamento das Empresas**. Associação de Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais: apresentação realizada na ESEIG, Politécnico do Porto, dez, 2011, Porto, Portugal.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive accounting theory**. 1986. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=928677](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928677)>. Acesso em: 18 abr. 2016.

WHITE, Laurence J. The credit rating agencies. **Journal of Economic Perspectives**, New York, v. 24, n. 2, p. 211-226, May 2010.

WIKIPÉDIA. **Classificação de crédito:** Classificação e grau de investimento: tabela de ratings utilizada pelas três principais agências de classificação de risco, 2015. Disponível em: <[https://pt.wikipedia.org/wiki/Classifica%C3%A7%C3%A3o\\_de\\_cr%C3%A9dito](https://pt.wikipedia.org/wiki/Classifica%C3%A7%C3%A3o_de_cr%C3%A9dito)>. Acesso em: 15 abr. 2015.

## APÊNDICE A - LISTA DE RISCOS DOS FIDC

### TIPOS DE RISCOS NOS FIDC

Teixeira 2006 (aplicações financeiras)	Marins 2004 (instituições financeiras)	Risco dos FIDCs (direitos creditórios)
Risco de Mercado Risco de Liquidez Risco de Crédito Risco de Volatilidade Risco de Câmbio Risco de Interferência Governamental	Risco de Mercado Risco de Liquidez Risco de Crédito  Risco Operacional Risco Legal Risco Soberano	Risco de Mercado Risco de Liquidez Risco de Crédito  Risco Operacional  Risco de Fungibilidade (operacional) Risco de Originação (operacional) Risco de Governança (operacional) Risco de Descontinuidade (legal) Risco da Validade da Cessão (legal) Risco de alteração no Regulamento (legal) Risco de Concentração (liquidez) Risco do Originador (liquidez, crédito) Risco de Pré-pagamento (mercado, crédito) Risco dos Derivativos (volatilidade)

**APÊNDICE B - LISTA DE FIDCS: RESULTADOS DA ATIVIDADE PÓS-DISTRIBUIÇÃO (SEGUNDO CENÁRIO)**

241

No.	FIDC	GPCI (*) (**)	DATA DO EVENTO (Risk Office)	NÍVEL DE SUBORDINAÇÃO	ALTERAÇÃO DA SUBORDINAÇÃO
1	FIDC ZOOMP	2 e 2	01/07/2006	20,00%	NÃO
2	LINK MULTISSETORIAL - FIDC	1	01/08/2006	SEM SUBORDINAÇÃO	NÃO
3	FIDC SABEMI FINANCEIRO	2	01/10/2008	25,00%	NÃO
4	FIDC SABEMI FINANCEIRO II	2	SEM DATA	10,00%	NÃO
5	FIDC CEEE III-GT	1	01/10/2008	6,00%	NÃO
6	FIDC MOTOROLA INDUSTRIAL	3	01/10/2008	3,00%	NÃO
7	FIDC DA INDUSTRIA EXODUS III - BRZ	2 e 2	01/10/2008	20,00%	NÃO
8	FIDC PANAMERICANO VEICULOS I	4 e 2	01/12/2008	25,00%	NÃO
9	MAXIMA FIDC - CREDITO CONSIGNADO I	3 e 2	01/01/2009	20,00%	NÃO
10	IDEAL EDUCACAO FIDC	2 e 2	01/02/2009	20,00%	NÃO
11	BMG FIDC CONSIGNADOS PUBLICOS VII	2 e 2	01/03/2009	17,00%	SIM
12	BMG FIDC - CRÉDITOS CONSIGNADOS VI	3 e 2	01/03/2009	25,00%	SIM
13	FIDC INTERMEDIUM CREDITOS CONSIGNADOS	3 e 2	01/03/2009	25,00%	NÃO
14	FIDC MATONE EMPRÉSTIMOS CONSIGNADOS - SERVIDORES PÚBLICOS	3 e 2	01/03/2009	15,00%	NÃO
15	BMG FIDC CRÉDITOS CONSIGNADOS V	2 e 2	01/03/2009	17,00%	SIM
16	BONSUCESSO FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS - CRÉDITO CONSIGNADO	2	01/03/2009	22,00%	SIM
17	BVA FIDC - CRÉDITO FINANCEIRO CORPORATIVO	2	01/03/2009	30,00%	NÃO
18	UNION NATIONAL FIDC FINANCEIROS E MERCANTIS	3 e 2	01/03/2009 e 30/09/2009	20,00%	NÃO
19	FIDC MERCANTIS ATHOS FARMA - DISTRIBUIÇÃO FARMACÊUTICA	3	01/03/2009	22,00%	NÃO
20	VISION BRAZIL FIDC AGRO - MULTICRÉDITO	2	01/04/2009	50,00%	NÃO
21	FIDC OMNI VEÍCULOS IV	3	01/04/2009	10,70%	SIM
22	FIDC PAULISTA - VEÍCULOS II	2	01/09/2009	23,00%	NÃO
23	FIDC CESP	5	01/09/2009	4,80%	NÃO
24	FIDC Bancoop	3 e 2	01/11/2009	20,00%	NÃO
25	FIDC Setransp	4 e 2	01/03/2010	4,50%	NÃO
26	FIDC MULTISSETORIAL BVA MASTER III	3 e 2	08/11/2011	35,00%	NÃO
27	FIDC Comanche Clean Comanche Clean Energy	2	31/01/2012	22,00%	NÃO
28	FIDC BVA MULTISSETORIAL ITÁLIA	3	31/01/2012	35,00%	NÃO
29	Coral Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multissetorial	2 e 2	02/05/2012	SEM SUBORDINAÇÃO	NÃO
30	FIDC BCSUL VERAX CRÉDITO CONSIGNADO II	5	15/06/2012	25,00%	SIM
31	BCSUL VERAX CPP 360 FIDC	5	22/06/2012	25,00%	NÃO
32	FIDC ABERTO CPP 540 RPPS	5	26/06/2012	25,00%	SIM
33	BCSUL VERAX CPP 120 FIDC	5	26/06/2012	25,00%	NÃO
34	BCSUL VERAX CPP 180 FIDC	5	26/06/2012	25,00%	NÃO
35	FIDC BANDEIRANTE	3	29/06/2012	20,00%	NÃO
36	FIDC BCSUL VERAX MULTICRED FINANCEIRO	5	02/07/2012	30,00%	SIM
37	FIDC MULTISSETORIAL BVA MASTER I	3	18/09/2012	35,00%	NÃO
38	FIDC MULTISSETORIAL BVA MASTER II	3 e 2	18/09/2012	35,00%	NÃO
39	FIDC BV FINANCEIRA IV SENIOR	5	06/11/2012	20,00%	NÃO
40	MASTER PANAMERICANO FIDC CDC VEICULOS	5	SEM DATA	17,00%	SIM
41	TREND BANK MULTICREDIT	3	15/07/2013	26,00%	NÃO
42	RED FIDC PETROBRAS FORNECEDORES	2	SEM DATA	31,00%	NÃO
43	FUNDO INVESTIMENTO DIREITOS CREDITARIOS IMOB EMPIRICA DOMUS PLATINUM - COTAS MEZANINO	2 e 2	08/04/2013	30,00%	NÃO
44	FIDC BV FINANCEIRA VI (SUBORD MEZANINO)	5 e 2	04/06/2014 e 19/12/2014	25,00%	NÃO

No.	EVENTO DE AVALIAÇÃO, LIQUIDAÇÃO OU AMORTIZAÇÃO ANTECIPADA	CAUSA DO REBAIXAMENTO DE RATING
1	VIOLAÇÃO DO NÍVEL DE SUBORDINAÇÃO	NÃO HOUE REBAIXAMENTO DO RATING (FALHA OPERACIONAL QUE GEROU PROVISIONAMENTO)
2	CRÉDIT WATCH NEGATIVO	AQUISIÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS FORA DO REGULAMENTO
3	AUMENTO DOS ATRASOS	NÃO HOUE REBAIXAMENTO DO RATING (FALHA OPERACIONAL NA FORMALIZAÇÃO DOS CONTRATOS)
4	DESISTÊNCIA NA DISTRIBUIÇÃO (RETIRADA DO RATING)	NÃO DISTRIBUIÇÃO DAS COTAS
5	ELEVAÇÃO DO RATING	DESEMPENHO OPERACIONAL MAIS FORTE QUE O ESPERADO
6	EXCESSO DE RESGATES	PRORROGAÇÃO NO RESGATE DAS COTAS SENIORES PARA MAIO DE 2009
7	VIOLAÇÃO DO NÍVEL DE SUBORDINAÇÃO (REDUÇÃO)	NÃO HOUE REBAIXAMENTO DE RATING
8	CESSÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS (APONTAMENTOS DA AUDITORIA)	AUMENTO NA INADIMPLÊNCIA NO SETOR
9	PRÉ-PAGAMENTO (DESENQUADRAMENTO DO ÍNDICE)	NÃO HOUE REBAIXAMENTO DO RATING
10	CESSÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS AO FUNDO (DESVIO)	CEDENTES DESVIARAM FLUXO DE PAGAMENTOS
11	REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS	DETERIORAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DO ORIGINADOR (COBRANÇA)
12	REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS	DETERIORAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DO ORIGINADOR (COBRANÇA)
13	VIOLAÇÃO DO NÍVEL DE SUBORDINAÇÃO	FOI CONTRATADA OUTRA AGÊNCIA DE RATING PARA EVITAR O REBAIXAMENTO
14	VIOLAÇÃO DO NÍVEL DE SUBORDINAÇÃO (26 DIAS)	NÃO HOUE REBAIXAMENTO DE RATING
15	REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS	DETERIORAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DO ORIGINADOR (COBRANÇA)
16	AUMENTO DOS ATRASOS (ÍNDICE)	NÃO HOUE REBAIXAMENTO DO RATING (DIMINUIÇÃO DA CESSÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS)
17	RISCO DE FUNGIBILIDADE (DIFICULDADES EM ACESSAR DOCUMENTOS DO BVA)	NÃO HOUE REBAIXAMENTO DO RATING
18	REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS	AUMENTO NO VOLUME DE RECOMPRA, AUMENTO DOS RECEBÍVEIS VENCIDOS E AUMENTO DA PROVISÃO
19	ORIGINAÇÃO INSUFICIENTE (ALOCAÇÃO EM DIREITOS CREDITÓRIOS ABAIXO DE 50%)	NÃO HOUE REBAIXAMENTO DO RATING (RETIRADA DO RATING POR LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA)
20	CONCENTRAÇÃO POR SETOR (DESENQUADRAMENTO)	NÃO HOUE REBAIXAMENTO DO RATING (RETIRADA DO RATING POR LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA)
21	ALTERAÇÃO DE REGULAMENTO (AUMENTO NA RAZÃO DE GARANTIA)	NÃO HOUE REBAIXAMENTO DE RATING (AUMENTO NOS ATRASOS DOS PAGAMENTOS DOS RECEBÍVEIS)
22	REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS	SÁIDA DO CEDENTE DO RAMO DE ATIVIDADE DOS DIREITOS CREDITÓRIOS
23	ALTERAÇÃO NO REGULAMENTO (ELEVAÇÃO DA SOMA DAS FATURAS MENSAIS CEDIDAS)	NÃO HOUE REBAIXAMENTO DO RATING
24	VIOLAÇÃO NO NÍVEL DE SUBORDINAÇÃO (CONSUMO DAS COTAS SUBORDINADAS)	INADIMPLÊNCIA NO PAGAMENTO DOS RECEBÍVEIS
25	DESISTÊNCIA NA DISTRIBUIÇÃO	PROBLEMAS JUDICIAIS
26	INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR	DIMINUIÇÃO DO FLUXO DE DIREITOS CREDITÓRIOS GERADOS
27	VIOLAÇÃO NO NÍVEL DE SUBORDINAÇÃO (CONSUMO DAS COTAS SUBORDINADAS)	FALTA DE ORIGINAÇÃO ESPERADA (PETROBRÁS)
28	INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR	DIMINUIÇÃO DO FLUXO DE DIREITOS CREDITÓRIOS GERADOS
29	REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS	PEDIDO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL DO CEDENTE (DIMINUIÇÃO DO FLUXO DE DIREITOS CREDITÓRIOS)
30	INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR	REBAIXAMENTO DO ORIGINADOR
31	INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR	REBAIXAMENTO DO ORIGINADOR
32	INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR	REBAIXAMENTO DO ORIGINADOR
33	INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR	REBAIXAMENTO DO ORIGINADOR
34	INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR	REBAIXAMENTO DO ORIGINADOR
35	DECISÃO DOS COTISTAS	FALTA DE ORIGINAÇÃO SUFICIENTE DE DIREITOS CREDITÓRIOS
36	INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR	REBAIXAMENTO DO ORIGINADOR
37	INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR	DIMINUIÇÃO DO FLUXO DE DIREITOS CREDITÓRIOS GERADOS
38	INTERVENÇÃO/RAET/LIQUIDAÇÃO DO ORIGINADOR	DIMINUIÇÃO DO FLUXO DE DIREITOS CREDITÓRIOS GERADOS
39	DECISÃO DOS COTISTAS	AUMENTO NA INADIMPLÊNCIA NO SETOR
40	REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS	FALTA DE LIQUIDEZ DO ORIGINADOR
41	AUMENTO DOS ATRASOS	RECUPERAÇÃO JUDICIAL DE UM ÚNICO SACADO (CONCENTRAÇÃO)
42	DECISÃO DE 90% DOS COTISTAS	FALTA DE ORIGINAÇÃO SUFICIENTE DE DIREITOS CREDITÓRIOS
43	REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS	FALTA DE ORIGINAÇÃO SUFICIENTE DE DIREITOS CREDITÓRIOS
44	REBAIXAMENTO DE RATING DAS COTAS	EXCESSO DE SPREAD ACIONADO MESES ANTES (2013)

**(CONTINUAÇÃO DO ANEXO B)**

243

No.	TROCA DE ENTIDADE PARTICIPANTE	RESULTADO FINAL
1	NÃO	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA
2	SIM (ADMINISTRADOR)	FUNDO INCORPORADO A OUTRO FUNDO
3	NÃO	FUNDO ENCERRADO NO PRAZO
4	NÃO	COTAS NÃO DISTRIBUÍDAS
5	NÃO	FUNDO ENCERRADO NO PRAZO
6	NÃO	FUNDO ENCERRADO NO PRAZO ALTERADO
7	SIM (GESTOR)	EM OPERAÇÃO
8	NÃO	FUNDO ENCERRADO NO PRAZO
9	NÃO	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA (REGISTRADO)
10	SIM (AUDITORIA)	RECEBIMENTO NA JUSTIÇA
11	SIM (AGÊNCIA DE RATING)	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA
12	SIM (AGÊNCIA DE RATING)	FUNDO ENCERRADO NO PRAZO
13	SIM (AGÊNCIA DE RATING)	FUNDO ENCERRADO NO PRAZO ALTERADO
14	SIM (GESTOR, MAS DO MESMO GRUPO)	FUNDO ENCERRADO PELOS NOVOS CONTROLADORES
15	SIM (AGÊNCIA DE RATING, ESTRUTURADOR, GESTOR)	FUNDO ENCERRADO NO PRAZO
16	NÃO	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA
17	NÃO	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA
18	SIM (GESTOR, ADMINISTRADORA, COBRANÇA, CUSTODIANTE)	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA (REGISTRADO)
19	NÃO	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA (REGISTRADO)
20	NÃO	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA
21	SIM (GESTOR)	FUNDO ENCERRADO NO PRAZO
22	NÃO	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA
23	NÃO	FUNDO ENCERRADO NO PRAZO
24	SIM (CUSTODIANTE)	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA
25	NÃO	COTAS NÃO DISTRIBUÍDAS
26	SIM (COBRANÇA, GESTORA)	PRORROGAÇÃO E COBRANÇA (REGISTRADO)
27	SIM (AUDITORIA)	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA
28	SIM (COBRANÇA, GESTORA)	PRORROGAÇÃO E COBRANÇA (REGISTRADO)
29	SIM (CUSTODIANTE)	LIQUIDAÇÃO COM COBRANÇA (REGISTRADO)
30	SIM (ADMINISTRADOR, AUDITORIA)	DISPENSA DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO (ARTIGO 5 ICVM 400)
31	SIM (AUDITORIA)	LIQUIDAÇÃO COM COBRANÇA
32	SIM (AUDITORIA, CUSTODIANTE)	LIQUIDAÇÃO COM COBRANÇA
33	SIM (AUDITORIA)	LIQUIDAÇÃO COM COBRANÇA
34	SIM (AUDITORIA)	LIQUIDAÇÃO COM COBRANÇA
35	NÃO	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA
36	SIM (AUDITORIA)	EM COBRANÇA (REGISTRADO)
37	SIM (COBRANÇA, GESTORA)	PRORROGAÇÃO E COBRANÇA (REGISTRADO)
38	SIM (COBRANÇA, GESTORA)	PRORROGAÇÃO E COBRANÇA (REGISTRADO)
39	NÃO	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA
40	SIM (ADMINISTRADOR, AUDITORIA)	TRANSFORMAÇÃO EM OUTRO FUNDO (NOME)
41	SIM (ADMINISTRADOR, CUSTODIANTE, DISTRIBUIDOR)	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA (REGISTRADO)
42	SIM (ADMINISTRADOR, GESTORA)	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA
43	NÃO	TRANSFORMAÇÃO EM OUTRO FUNDO (NOME) (REGISTRADO)
44	NÃO	LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA