

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (COMGRAD-ADM)**

ESTÁGIO FINAL – ADM 01198 (CURSO 219)

FUNDO DE DIREITOS CREDITÓRIOS COMO ALTERNATIVA DE CAPTAÇÃO DE
RECURSOS – ESTUDO DE CASO NAS LOJAS COLOMBO S/A

POR

FELIPE MURATORE BICCA
00112453

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Administração

Francisco Olinto Vello Schmitt

Porto Alegre, 05 de Dezembro de 2005

**FUNDO DE DIREITOS CREDITÓRIOS COMO
ALTERNATIVA DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS –
ESTUDO DE CASO NAS LOJAS COLOMBO**

**Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em Administração.**

Orientador: Prof. Francisco Olinto V. Schmitt

**Porto Alegre
2005**

À minha família e a meus amigos por terem estado ao meu lado de forma especial e imprescindível, nesta e em tantas outras etapas da minha vida

AGRADECIMENTOS

Ao orientador Prof. Dr. Francisco Olinto V. Schmitt pelos esforços de orientação do trabalho acadêmico e por estimular a busca do aprendizado;

Ao Sr. Ricardo Muller, Diretor Financeiro da Rede de Lojas Colombo S/A, por possibilitar a realização desse trabalho nas Lojas Colombo e pela paciência em passar informações que contribuíram para o desenvolvimento desse estudo.

Ao Banco Cooperativo SICREDI S/A, em especial à Diretoria de Investimentos, por toda a colaboração e por poder fazer parte da equipe ;

Aos meus pais e ao meu irmão por me apoiarem para atingir meus objetivos e pelo carinho dedicado.

Aos meus amigos Cassiano, Jordi e Guto pela amizade e pelo apoio prestado em todas as fases desse trabalho; e

A todos aqueles que de alguma forma contribuíram na realização desse trabalho e me incentivaram durante toda a realização do Curso de Graduação de Administração de Empresas da UFRGS.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	8
1.1	CARACTERIZAÇÃO DA ORGANIZAÇÃO	10
1.1.1	Informações Gerais	10
1.1.2	Histórico Organizacional	11
1.2	SITUAÇÃO PROBLEMÁTICA	12
1.3	OBJETIVOS	14
1.3.1	Objetivo Geral.....	14
1.3.2	Objetivos Específicos	14
2	REVISÃO DE LITERATURA.....	15
2.1	INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA	15
2.2	MERCADO FINANCEIRO	16
2.2.1	Mercado de Crédito	18
2.2.2	Mercado de Capitais	19
2.2.2.1	Capital de Giro	19
2.2.2.2	Operações de Repasse.....	20
2.2.2.3	Arrendamento Mercantil	20
2.2.2.4	Oferta Pública de Ações e Debêntures	21
2.2.2.5	Securitização de Recebíveis	22
2.2.2.6	Mercado de <i>Bonds</i>	22
2.2.2.7	Warrants.....	23
2.2.2.8	Forfaiting	23
2.3	RISCOS E SUA CLASSIFICAÇÃO.....	24
2.3.1	Risco de Crédito.....	26
2.3.1.1	Mitigadores de Risco.....	27
2.4	SECURITIZAÇÃO	27
2.4.1	Conceito de Securitização.....	28
2.4.2	Histórico de Securitização.....	29
2.4.3	A Securitização de Recebíveis.....	30
2.4.4	Estrutura de Securitização	32
2.4.5	Vantagens da Securtização	35
2.4.6	Principais Participantes da Estrutura de Securitização.....	37

2.4.6.1	Agências de Rating	39
2.4.6.1.1	<i>O Papel das Agências de Rating</i>	41
2.4.6.2	Auditor	42
2.4.6.3	Investidor.....	43
2.4.7	Estruturação do Reforço de Crédito	43
2.4.7.1	Coobrigação do Originador	44
2.4.7.2	Volume adicional em garantia	45
2.4.7.3	Estrutura de subordinação	47
2.4.7.4	Carta de Garantia.....	48
2.4.7.5	Seguros	48
2.5	FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS	49
2.5.1	Conceito de Fundos de Investimentos	49
2.5.2	Conceito e Ambiente Regulatório dos FIDCs	50
2.5.3	Mercado de FIDC	52
2.5.4	FIDC e SPE	53
2.5.5	Constituição de um FIDC	55
2.5.6	Cotas dos Fundos	56
2.5.7	Administração do Fundo	57
2.5.8	Composição dos Fundos	58
2.5.9	Custódia e Registro	58
3	MÉTODO DE PESQUISA	59
3.1	DELINEAMENTO DA PESQUISA	59
3.2	DELIMITAÇÃO DA UNIDADE DE PESQUISA	59
3.3	TÉCNICA DE COLETA DE DADOS.....	60
3.3.1	Instrumentação de Coleta de Dados	60
3.4	ANÁLISE DOS DADOS	61
4	ESTUDO DE CASO – FDIC LOJAS COLOMBO	62
4.1	CONTEXTO MACROECONÔMICO	62
4.2	OBJETIVOS DA EMPRESA.....	64
4.3	VISÃO GERAL DA ESTRUTURA DO FDIC	65
4.3.1	Características Gerais	65
4.3.2	Elementos Envolvidos no Processo e suas Atribuições	66

4.3.3	A Estrutura do Fundo e os Fluxos Envolvidos	75
4.3.4	Controle da Operação e Riscos Envolvidos	79
4.3.4.1	Eventos de Risco e Proteção	80
4.3.4.1.1	<i>Riscos de Estrutura e dos Ativos</i>	80
4.3.4.1.2	<i>Reforço de Crédito e Eventos de Avaliação</i>	83
4.4	Custos, Comissões e Outras Despesas	85
4.5	Benefícios do FiDc	90
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	93
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	95
	LISTA DE ANEXOS	97
	ANEXOS	98

1 INTRODUÇÃO

O financiamento das empresas está na base do sistema capitalista e da atividade empresarial. Assim, a busca por resultados comerciais e financeiros está atrelada à necessidade das empresas de buscarem novos níveis de desenvolvimento e à expectativa dos empresários de alcançarem a satisfação pessoal. Assim, o financiamento das empresas é condição primordial para a realização dos planos de expansão dos negócios e a sustentação dos mesmos em longo prazo.

Para isso ocorrer existem duas formas pelas quais o empresário atinge esse objetivo: o financiamento através de capitais próprios ou através de capitais de terceiros. A capitalização através de capitais próprios pode envolver: (i) os aportes de novo capitais do próprio empresário, originário de crédito ou poupança pessoal ou (ii) o aporte de capital pela empresa, através do reinvestimento dos lucros gerados pelo negócio. Em qualquer uma das formas, os acionistas assumem a totalidade do risco do empreendimento e do capital investido.

A capitalização através de capitais de terceiros, por sua vez, está relacionada as dívidas e emissão de títulos conversíveis, como debêntures. Em qualquer dos casos, ao absorver capitais externos, o empresário está diluindo o seu risco, seja com um novo sócio ou com um intermediário financeiro.

Em uma economia de Concorrência Perfeita¹ e certeza absoluta quanto ao cenário, não haveria diferenças na escolha entre diversas fontes de Financiamento.

¹ De acordo com ROBICHECK & MYERS (apud MILLER & MODIGLIANI, 1961), em uma economia de concorrência perfeita todos os agentes do mercado possuem acesso idêntico e gratuito a informações do preço e de todos elementos relevantes às ações negociadas. Inexistem comissões, impostos ou quaisquer custos, na compra, ou emissão de títulos

Uma das características da Concorrência Perfeita é a Eficiência de Mercado. Para Van Horne (1984, p. 51) um mercado financeiro eficiente existe quando os preços dos ativos refletem o consenso geral sobre todas as informações disponíveis sobre a economia, os mercados financeiros e sobre a empresa específica envolvida. Assim, esses preços se ajustariam rapidamente.

No entanto, as empresas estão inseridas numa economia que apresenta imperfeições e anomalias. Um desses problemas é a falta de recursos para investimentos. Assim, surge o que a teoria chama de Racionamento de Crédito sugerindo que nem sempre as empresas terão recursos financeiros (não-próprios) para financiar seus investimentos. Para minimizarem tais dificuldades, as empresas buscaram desenvolver e utilizar várias técnicas alternativas da captação de recursos.

Uma das operações desenhadas para atender os desafios de seguro e captação de recursos para as empresas nessa atual fase da economia é a Securitização. A securitização é um processo no qual ativos financeiros e ativos não financeiros são agrupados em forma de Títulos Financeiros negociáveis e vendidos a investidores. Essa operação possibilita empresas, com pouco ou nenhum histórico de mercado, acesso à captação de recursos financeiros a custos competitivos, impulsionando o crescimento de novos entrantes.

O mercado de securitização tem se beneficiado largamente da introdução de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, conhecidos como Fundos de Recebíveis. A introdução dos FIDCs proporcionou que um grande número de empresas pudessem acessar o mercado de capitais de forma viável, visto que esses instrumentos têm um tratamento fiscal privilegiado e custo atrativo se comparado às linhas de crédito tradicionais. Esses fundos foram regulamentados em 2001, mas só deslançaram a partir de 2003. Atualmente, o crescimento do mercado de FIDCs tem sido substancial, tendo apresentado um volume de R\$2.8 bilhões de quotas de FIIDC no período de janeiro a setembro de 2004, frente a apenas R\$102 milhões em 2002.

1.1 CARACTERIZAÇÃO DA ORGANIZAÇÃO

1.1.1 Informações Gerais

Dados Relevantes

- Razão Social: Lojas Colombo S.A. Comércio de Utilidades Domésticas..
- Nome Fantasia: Lojas Colombo S/A
- Endereço da Matriz: Rua Jose A. Colombo - Fundos, 50– Farroupilha/RS

1.1.2 Histórico Organizacional

Em 1959, os primos Adelino Raymundo Colombo e Dionísio Baltasar Maggioni inauguraram uma pequena loja de eletrodomésticos, a Maggioni & Colombo Ltda., com uma filosofia própria que se mantém até os dias de hoje: atendimento personalizado e apoio técnico pós-venda aos seus clientes. Durante os anos 60 e 70, o surgimento de filiais e o crescimento nas vendas obrigaram Colombo e Maggioni a criar um consórcio para venda de televisores.

Em 1992, sentiram a necessidade de estabelecer uma identificação única para a rede, dando origem à Lojas Colombo. O ano 2000 marcou sua expansão para o mercado de São Paulo, representando um importante passo para a nacionalização da marca. Hoje, a Colombo é a terceira maior rede de varejo de eletrodomésticos e móveis do País. Seus maiores concorrentes são Casas Bahia e Ponto Frio.

A rede começou com apenas uma loja no interior do Rio Grande do Sul e hoje consolida sua expansão em outras regiões do País. Além do próprio Rio Grande do Sul, a Colombo também está presente em Santa Catarina, Paraná, São Paulo e Minas Gerais.

As regiões de Penetração são:

- Paraná : 66 lojas e um centro de distribuição
- Santa Catarina: 45 lojas
- Rio Grande do Sul: 164 Lojas e 2 Centros de Distribuição
- São Paulo: 80 lojas e 1 centro de Distribuição
- Minas Gerais: 10 lojas

A rede opera 337 lojas convencionais de rua e em shoppings, 2 megastores, 16 Colombo Virtual Shop (lojas físicas, sem estoques, com venda através de

catálogo eletrônico próprio), 10 Colombo Pneus, mantendo ainda programas de venda pela televisão, loja itinerante e um site que disponibiliza todos os produtos do catálogo eletrônico.

O grupo Colombo é formado, ainda, pelo Consórcio Colombo e pela Credifar Crédito, Financiamento e Investimento.. A Farroupilha Administradora de Consórcios foi fundada em 1988 e opera em todas as cidades onde a Colombo possui lojas. O Consórcio Colombo oferece cadastramento fácil, lances para descontar o crédito e para concorrer a sorteios pela Extração da Loteria Federal. Os clientes podem optar pela compra de eletrodomésticos, motocicletas, automóveis e imóveis.

1.2 SITUAÇÃO PROBLEMÁTICA

O ritmo de crescimento e de desenvolvimento de uma economia depende, entre outros fatores, da disponibilidade de recursos para investimento e do custo destes recursos. Recursos insuficientes ou a custos elevados limitam projetos de investimentos. No Brasil, as empresas experimentam grandes dificuldades para obtenção de recursos para o financiamento de suas atividades produtivas tanto no que tange ao volume de recursos necessários para empréstimo, ao prazo curto de financiamento e aos elevados custos de captação de recursos.

Em qualquer sistema econômico, o papel do mercado monetário e de capitais consiste em transferir os recursos poupados por certas unidades (famílias, governos e empresas) a outras unidades que desejam investir e têm oportunidade para isso. No entanto, esses mercados apresentam imperfeições como a escassez de recursos. O predomínio da inflação e da instabilidade econômica tende a produzir volumes baixos de recursos para financiamento, visto que uma economia instável os investidores preferem investir em títulos do Governo Federal em razão do menor risco de inadimplência e do bom retorno gerado pela elevada Taxa de Juros. Além disso, as Instituições Financeiras reduziram seus volumes de empréstimos para se

enquadrarem às exigências mínimas de capital exigido pelo Novo Acordo de Basileia para reduzir os riscos de crédito e de mercado das instituições financeiras.

Além disso, destaca-se um outro grave problema para a maioria das empresas que é a insuficiência de crédito de Longo Prazo. Além da falta de Reformas Estruturais, como a da Previdência Social, que atuaria no sentido de Ampliar a poupança de Longo Prazo do país e, dessa forma, aumentar a oferta de recursos, as empresas esbarram também na preferência dos investidores pelos títulos do governo de Longo Prazo que remuneram muito e têm risco reduzido. Dessa forma, as empresas recorrem aos recursos de Curto prazo apenas para financiarem sua atividade operacional, deixando de investirem em novos projetos.

Os elevados custos dos empréstimos bancários e do Mercado de capitais também restringem o acesso das empresas ao financiamento de novos investimentos. Além de uma elevada taxa básica de juros, no Brasil encontramos um elevado custo de Intermediação financeira representado pelo elevado spread bancário. Já o financiamento via Mercado de Capitais, por outro lado, enfrenta outros obstáculos como os que incluem o custo para as empresas gerarem e disponibilizarem informações necessárias ao mercado e ao elevado custo do processo de abertura de capital.

O cenário atual exige aumento da competitividade e de competência das empresas para impulsionarem o desenvolvimento de novos instrumentos que possibilitem captar recursos financeiros para investirem na expansão de seus negócios. Os Fundos de Investimentos Creditórios surgem como uma ferramenta alternativa a fontes tradicionais de financiamento. Em razão de ser um instrumento recente no mercado doméstico, as informações sobre esse tipo de operações é muito pouco difundido. Dessa forma muitas empresas não possuem informações sobre o funcionamento, a estrutura operacional, os riscos envolvidos e as vantagens desse instrumento como fonte de recursos financeiros.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

Apresentar a estrutura e o funcionamento dos Fundos de Direitos Creditórios como uma nova alternativa de captação de recursos pelas empresas no mercado financeiro.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Apresentar a Estrutura utilizada em um Fundo de Direitos Creditórios
- Identificar Vantagens e Desvantagens de um FIDC para a empresa
- Apresentar os custos envolvidos na estruturação de um Fundo de Recebíveis
- Identificar riscos envolvidos nessa operação tanto para o originador como para o investidor;
- Comparar e analisar esse tipo de operação com outras alternativas de captação de recursos no Mercado Financeiro.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 INTERMEDIACÃO FINANCEIRA

As atividades dos intermediários financeiros consistem em viabilizar o atendimento das necessidades financeiras de curto, médio e longos prazos, manifestados pelos agentes carentes, e a aplicação, sob risco minimizados, das disponibilidades dos agentes orçamentários.

Segundo Lopes e Rosseti (1998) os benefícios da intermediação financeira estão a elevação dos níveis de formação de capital mediante maior incentivo à poupança individual, pois viabilizam a formação de excedentes monetários em ativos financeiros, ampliando as possibilidades individuais de acesso ao mercado financeiro e também conduzem a ganhos de eficiência em termos de produção por parte das empresas. Além disso, o risco do fornecedor de recursos é transferido, em parte, para o intermediador financeiro. Dessa forma, os mecanismos de intermediação de ativos financeiros, são necessários para o perfeito funcionamento das operações de crédito em uma economia desenvolvida.

O Mercado Financeiro é o local onde ocorrem as relações entre tomadores de crédito e emprestadores. Pela forma de funcionamento desse mercado, os emprestadores concedem crédito aos tomadores, baseados nas expectativas positivas de recebimento futuro do principal e serviço da dívida. Os tomadores por sua vez esperam que com os resultados de seu investimento sejam capazes de cumprir com os termos do empréstimo.

2.2 MERCADO FINANCEIRO

O mercado financeiro pode ser entendido como um conjunto de instituições e instrumentos financeiros, que possibilitam a transferência de recursos dos ofertadores para os tomadores, e criam condições para que os títulos tenham liquidez no mercado. Os dois mercados financeiros básicos são o mercado monetário e o mercado de capitais. No primeiro, realizam-se transações em instrumentos de dívida a prazo curto ou em títulos negociáveis; por sua vez, os mercados de capitais são os mercados os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas — as ações — ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas — debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição.

Conforme GITMAN (1987), o mercado existe porque certos indivíduos, empresas, governos e intermediários financeiros possuem fundos temporariamente ociosos, que desejam colocar em algum tipo de ativo líquido ou instrumento de renda fixa em curto prazo, enquanto outros indivíduos, empresas, governos e intermediários financeiros encontram-se em situações em que precisam de financiamento sazonal ou temporário. Enfim, o mercado monetário possibilita o contato entre fornecedores e tomadores de fundos a curto prazo.

O mercado financeiro permite, pela combinação diversificada de ativos financeiros com diferentes prazos, retorno e risco, reduzir o nível médio de risco a ser assumido pelos poupadores. Conforme ROSS (1995), os mercados financeiros podem ser utilizados pelos indivíduos para ajustar seus padrões temporais de consumo e pelas empresas para ajustar seus padrões temporais de investimento.

O mercado financeiro é composto pelo conjuntos de instituições financeiras e instrumentos financeiros destinados a transferir recursos dos ofertantes para os tomadores (ANDREZO: LIMA. 1999). Tradicionalmente, segundo esses autores, o mercado financeiro divide-se em duas categorias, conforme os prazos das operações

- Mercado de crédito (conjunto Instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar operações de prazo curto e, médio ou aleatório, como nos casos de depósitos a vista): e
- Mercado de capitais (conjuntos de instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar operações de médio e longo prazo).

ASSAF NETO (2001) ressalta que os segmentos sugeridos muitas vezes se confundem na prática , por haver interação entre eles. Esse autor divide a intermediação financeira em quatro subdivisões.:

- Mercado monetário (com operações de curto e curtíssimos prazo , com controle ágil de liquidez da economia e das taxas de juros):
- Mercado de crédito (operações de financiamento de curto e médio prazo, direcionadas aos ativos permanentes de capital de giro das empresas – constituída pelos bancos comerciais e sociedades financeiras);
- Mercado de capitais (que contempla operações de médio e longo prazos e de prazo indeterminado como operações com ações);e
- Mercado de câmbio(com as operações de conversão de moeda de uma país para outro).

No mercado de capitais as operações são normalmente efetuadas diretamente entre poupadores e empresas, ou por intermediários não bancários, abrangendo o conjunto de operações com valores mobiliários, onde, entre outros instrumentos², estão as ações.

ASSAF NETO (2001) registra que o mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico como alavancador de recursos para a economia, pela ligação que efetua entre os que têm a capacidade de poupança (investidores) e os carentes de recursos de longo prazo (os que apresentam déficit de investimentos). O mercado de capitais está estruturado de forma a suprir as necessidades de investimentos dos agentes econômicos, por meio de diversas modalidades de financiamento a médio e longo prazo.

^{2 2} ANDREZO E LIMA(1999, p.5) citam “ as ações, partes beneficiárias, debêntures, bônus de subscrição, certificados de depósitos de valores mobiliários, entre outros [...]”.

A seguir serão analisados os dois mercados básicos utilizados pelas empresas para se financiarem: Mercado de Crédito e Mercado de Capitais.

2.2.1 Mercado de Crédito

Conforme SILVA (2003), crédito consiste na entrega de um valor mediante uma promessa de pagamento. O vocabulário define como um instrumento de política de negócios a ser utilizado por uma empresa comercial ou industrial na venda prazo de seus produtos ou por banco comercial, por exemplo, na concessão de empréstimos. CAUOETTE, ALTMAN e NARAYANAN (1998) definem crédito como a expectativa de uma quantia em dinheiro, dentro de um espaço de tempo limitado.

Segundo SILVA (20003), o crédito cumpre importante papel econômico e social a saber :

- Possibilidade de as empresas aumentar seu nível de atividade
- Estimula o consumo influenciando na demanda
- Ajuda as pessoas a obter moradia, bens até alimentos; e
- Facilita a execução de projetos para as quais as empresas não dispunham de recursos próprios e suficientes.

SECURATO (2000) aponta que toda operação de crédito pode ser entendida como um empréstimo, no sentido de que:

- Recursos estariam sendo disponibilizados de imediato ao tomador, pelo doador;
- O tomador, de posse de recursos, realizaria uma operação em condições à vista, pagando de imediato uma obrigação contraída;
- Em seguida, pelo prazo e juros contratados, o tomador pagaria, no vencimento, a obrigação futura contraída com o doador de recursos.

O autor afirma que, nestas condições, todas as classificações de crédito acabam por se enquadrar como uma operação de empréstimo quando examinados do ponto de vista do tomador de recursos.

2.2.2 Mercado de Capitais

Para ASSAF NETO (2001), o mercado de capitais é um grande ofertante de recursos para a economia hoje, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores e os que possuem carência de recursos de longo prazo, ou seja, os que apresentam déficit de investimento.

Para LOPES E ROSSETI (1998), esse mercado é o que atende aos agentes econômicos quanto as suas necessidades de financiamento de médio e de longo prazo.

De acordo com ASSAF NETO (2001) as principais modalidades de financiamento realizadas pelas Instituições e os instrumentos financeiros negociados no mercado de capitais nacional e internacional serão apresentadas abaixo.

2.2.2.1 Capital de Giro

O financiamento de capital de giro, realizado por bancos comerciais/múltiplos, visa suprir as necessidades de recursos do capital de giro das empresas. Segundo ASSAF NETO (1999), as operações são realizadas geralmente dentro de um prazo de 6 a 24 meses. Além do prazo curto, os bancos exigem garantias como duplicatas, hipotecas de ativos reais.

As empresas podem emitir também um título denominado *commercial paper*, destinado à subscrição pública, cujos recursos são canalizados para financiar suas necessidades correntes de capital de giro. Uma característica relevante desse título é a possibilidade de eliminar a intermediação bancária, pois os tomadores de recursos podem negociar diretamente com os investidores (bancos, fundos de pensão etc).

2.2.2.2 Operações de Repasse

São operações que se constituem empréstimos contratados por instituições financeiras do mercado de capitais e repassados a empresa carentes de investimentos por longo prazo.

De acordo com ASSAF NETO (1999), as operações de repasse interno consistem na alocação de recursos provenientes de fundos governamentais em diversos ativos de empresas nacionais. A transferência desses recursos processa-se normalmente através da intermediação de alguma instituição financeira. São operações de longo prazo e apresentam grande importância em razão das dificuldades de captação de poupança privada. Esse recurso apresenta normalmente taxa de juros favorecidas e são originados de dotações orçamentárias da União, da poupança compulsória e de captações feitas no exterior.

Já as operações de refizes externos processam-se por meio da contratação de empréstimos em moeda estrangeira por parte de instituições financeiras (bancos comerciais, bancos de investimentos) sediadas no país, e seu conseqüente repasse às empresas comerciais, industriais e de serviços nacionais.

2.2.2.3 Arrendamento Mercantil

A operação de arrendamento mercantil é uma modalidade de financiamento que é praticada mediante a celebração de um contrato arrendamento (aluguel) efetuada entre o cliente (arrendatário) e uma sociedade de arrendamento mercantil (arrendadora), visando à utilização, pelo arrendatário de certo bem durante um prazo determinado, cujo pagamento em forma de aluguel (arrendamento).

As prestações do aluguel do bem são normalmente mensais, iguais e sucessivas, nada impedindo que sejam estabelecidas outras formas de pagamento. Esse mecanismo é conhecido no Brasil como *leasing financeiro*.

Outra modalidade praticada no Brasil chama-se *lease-back*. A empresa toamdora de recursos, proprietária (ou produtora) de um bem, por meio de de um único contrato de arrendamento, vende para a sociedade de leasing o ativo e o arrenda simultaneamente.

2.2.2.4 Oferta Pública de Ações e Debêntures

A emissão e colocação de novas ações no mercado se apresentam como uma das formas mais vantajosas que as empresas possuem de levantar recursos.

Segundo ASSAF NETO (2001), ações constituem na menor parcela do capital de uma sociedade anônima. São valores caracteristicamente negociáveis e distribuídos aos acionistas de acordo com a participação monetária efetiva.

Adquiridas as ações, a Instituição financeira efetuará seu lançamento no mercado primário, constituído por investidores que subscrevem esses valores mobiliários pela primeira vez. . Após essa operação, esses investidores podem negociar entre si. Essa negociação é conhecida como o mercado secundário.

Enquanto isso, as debêntures, conforme ASSAF NETO (2001), são títulos de crédito emitidos por sociedades anônimas, tendo por garantia seus ativos. Os recursos provenientes da emissão desses papéis são destinados ao finciamento do capital de giro e capital fixo.

A emissão de Debêntures por parte das sociedades por ações pode ser privada ou por oferta publica.

A emissão privada será realizada quando a sociedade emissora identificar previamente os compradores dos títulos. Na emissão pública , existe o papel do intermediário financeiro, constituída por uma instituição ou um conjuntos de instituições financeiras que se responsabilizam pela colocação desses títulos aos investidores.

2.2.2.5 Securitização de Recebíveis

A securitização de Recebíveis é realizada quando empresas que possuem, uma carteira de valores a receber, em que nenhum recebível representa parcela relevante de seu total. A empresa tomadora de recursos negocia sua carteira de recebíveis com uma empresa especialmente criada para essa finalidade a Sociedade de Fins Especiais (*Special Purpose Company*), a qual levanta recursos mediante a emissão de títulos (geralmente debêntures) lastreados nesses valores adquiridos.

Em razão de esse trabalho ter como um dos temas centrais, a Securitização de Recebíveis será mais detalhada no item 2.4.

2.2.2.6 Mercado de *Bonds*

O mercado internacional de dívidas permite o levantamento de recurso por meio da emissão de títulos pelos próprios tomadores. Os *Bonds* são muito utilizados nas operações desenvolvidas pelo mercado financeiro internacional, constituindo-se em importante fonte de recursos a longo prazo. São títulos de renda fixa, emitidos diretamente pelos tomadores de recursos.

Segundo ASSAF NETO (2001), os *Bonds* prometem geralmente pagamento periódicos de juros e a amortização do principal ao final da aplicação. Esse título costuma apresentar uma única data de vencimento. As taxas de juros pagas por esses títulos podem ser fixas (mesmo percentual para toda emissão) ou flutuante (repactuadas periodicamente segundo critérios definidos na emissão).

A remuneração dos *bonds* é basicamente definida com base nas taxas de juros pagas por um *treasure bond* (bond emitido pelo Governo americano), de vencimento comparável admitidas como livres de risco. O emitente desse título (o tomador de recursos) é quem efetua diretamente a captação junto aos credores (investidores), eliminando a função tradicional das instituições financeiras de reserva

e fontes de recursos. Essas instituições irão assumir a função de prestadoras de serviços, colaborando no planejamento e emissão dos títulos.

2.2.2.7 Warrants

Conforme ASSAF NETO(2001, p. 105)

Warrant é um título que concede a seu titular o direito de adquiridas outros títulos de emissão da própria empresa, constituindo numa alternativa adicional de financiamento. Representa, em outras palavras, uma opção de compra futura concedida pelo emitente do título.

Nos contratos de lançamento de *Warrants* são estabelecidas as condições de compra, fornecendo informações da quantidade de ativos que podem ser adquiridos, preços e prazos de validade.

Um Título Conversível diferencia-se de um Warrant pelo direito que cede ao seu titular de trocar um ativo pelo outro, e não de comprar. Um caso bastante comum no mercado é o *bond* conversível.

Tanto os *warrants* como os títulos conversíveis são fontes adicionais de financiamento, e podem ser interpretados como opções de compras de títulos de emissão de empresa (ações, por exemplo), negociadas com os investidores.

2.2.2.8 Forfaiting

O mercado de forfaiting concentra as negociações com título de crédito e contratos representativos de exportações realizadas por empresas brasileiras. Destina-se a reforçar o capital de giro das empresas., beneficiária dos títulos de crédito.

Nessa operação, a instituição financeira costuma assumir todo o risco da liquidação da dívida, liberando o exportador de responsabilidade financeira sobre o crédito cedido.

Toda atividade do Mercado Financeiro está baseada nas expectativas, que se realizarão, ou não no decorrer do tempo. As incertezas quanto ao futuro se traduzem riscos para o tomador e o prestador.

2.3 RISCOS E SUA CLASSIFICAÇÃO

Toda atividade do Mercado Financeiro está baseada nas expectativas, que se realizarão, ou não no decorrer do tempo. As incertezas quanto ao futuro traduzem-se em riscos para o tomador e o prestador.

De acordo com GITMANN(1997), risco é a probabilidade de perda, sendo portanto, por meio desta que se pretende captar a influência da experiência, do julgamento e do ambiente em diferentes condições de projeções de resultados.

De acordo com DUARTE JUNIOR (1996, p.25-33), o risco pode ser classificado em cinco grandes grupos: de mercado, de crédito, legal, de liquidez e de conjuntura.

O Risco de Mercado é aquele no qual existe a possibilidade de perdas causadas por mudanças no comportamento das taxas de Juros e câmbio, nos preços de ações e commodities, bem como descasamento entre taxas /preços, prazos e moedas.

O Risco de Crédito é aquele no qual existe a possibilidade de perdas resultantes das incertezas quanto o recebimento de um valor contratado devido pelo tomador do empréstimo. Pode ser classificado em Risco de Inadimplência, devido a possibilidade de perdas em razão da incapacidade de pagamento, na forma e no tempo previamente acordados entre tomador e prestador.; b) risco soberano, devido a possibilidade de perdas pela incapacidade de pagamento do tomador de empréstimos em função de restrições impostas por seu país-sede; e, c) risco de concentração da carteira, devido a possibilidade da não diversificação da carteira de empréstimos.

Para JORION (2003, p. 286), o risco de crédito pode ser atribuído a dois fatores: a) o risco de inadimplência, que consiste na avaliação objetiva da probabilidade de inadimplência combinada com a perda, dada a inadimplência; b) risco de mercado, que influencia o valor de mercado da obrigação, também conhecido como exposição ao crédito.

O risco legal é devido as possibilidades de perdas decorrentes da inobservância de dispositivos legais ou regulamentares, da mudança de legislação ou, ainda, de alterações na jurisprudência aplicáveis às transações da empresa.

O Risco de Liquidez é a possibilidade de perdas decorrentes da falta de recursos necessários ao cumprimento de uma ou mais obrigações, em função dos descasamentos das captações e aplicações, receitas e despesas, bem como a incapacidade de se desfazer rapidamente de uma posição, ou de bens, a um preço razoável.

O risco de conjuntura é a possibilidade de perdas potenciais decorrentes de mudanças verificadas nas condições políticas, sociais, econômicas ou financeiras do próprio país ou de outros países. Pode ser classificado em: risco estratégico, devido a possibilidade de perdas pelo insucesso de estratégias adotadas; b) risco de país, devido a possibilidade de perdas em função das alterações políticas, culturais, sociais, financeiras ou econômicas em outros países com os quais haja algum tipo de relacionamento econômico; e, c) risco sistêmico, devido a possibilidade de perdas em virtude de dificuldades financeiras de uma ou mais instituições que provoquem danos a outras.

A importância dessa classificação está no fato de que, o risco do prestador não está somente contido na capacidade do tomador de realizar os pagamentos. O tomador, muitas vezes, é dependente de outros fatores para cumprir com seus compromissos.

No entanto, possui conotação especial o risco de crédito pela correlação que será proposta com Securitização e Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios.

2.3.1 Risco de Crédito

Para CAUOETTE, ALTMAN e NARAYANAN (1999), "o risco de crédito é a mais antiga forma de risco nos mercados financeiros. Se podemos definir crédito como 'a expectativa de uma quantia em dinheiro, dentro de um espaço de tempo limitado', então risco de crédito é a chance de que esta expectativa não se cumpra". Segundo os autores, para entender a evolução do risco de crédito é necessário ver a empresa privada como veículo do crescimento econômico:

"Nas sociedades pré-capitalistas, a riqueza das famílias e dos governantes suportava a maior parte do peso do risco de crédito. Depois, a formação de sociedades por ações criou entidades capazes de reunir recursos, suportar o risco econômico e ter vida separada das vidas de seus proprietários. Intermediários financeiros foram criados para criar um fundo comum de poupança e ceder seus recursos para os usuários dos fundos. Mesmo antes de se dar tratamento preferencial aos impostos sobre pagamento de juros, as empresas (por exemplo, estradas de ferro e empresas de serviços públicos) usavam o mercado de dívidas para levantar fundo de investidores, utilizando os ativos da empresa ou garantia governamental para garantir o empréstimo. Os mercados de bonds e os bancos eram os principais fornecedores de capital (...) À medida que os mercados cresceram, outros fornecedores de fundos gradualmente tomaram dos bancos uma fatia dessa atividade. Junk bonds, títulos baseados ativos e commercial papers deslocavam até certo ponto os financiamentos bancários convencionais"

O crescimento do interesse pelo gerenciamento e mensuração do risco de crédito é, assim, explicado por SAUNDERS (1999) de acordo com os seguintes fatores:

- Crescimento estrutural das falências;
- desintermediação financeira advinda da expansão e difusão dos mercados de capitais;
- estreitamento dos spreads levando ao nível de risco assumido pelas instituições financeiras;
- maior volatilidade e decréscimo no valor das garantias;
- crescimento de produtos off-balance sheet³ devido ao desenvolvimento do mercado de derivativos;

³ operações realizadas fora do Balanço da empresa.

- exigência de órgãos reguladores.

Os últimos 20 anos assistiram o surgimento de inovações no campo do gerenciamento do risco de crédito, estimulado por diversos fatores como explicitado anteriormente. Dentre esses fatores, CAUOETTE, ALTMAN e NARAYANAN (1999) destacam:

- desregulamentação, que estimulou a inovação financeira e permitiu que novos agentes prestassem serviços;
- ampliação dos mercados de crédito, que passaram a abranger novos setores tomadores, tanto nos EUA quanto no mercado internacional;
- aumento de riscos fora do balanço;
- redução das margens sobre empréstimos, o que forçou os bancos a explorarem meios menos dispendiosos de medir e gerir o risco de crédito;
- securitização, que induziu o desenvolvimento de ferramentas de risco de crédito mais eficientes (e padronizadas);
- avanços da teoria de finanças, que proporcionaram novos meios de enxergar o risco de crédito.

2.3.1.1 Mitigadores de Risco

O rating de uma emissão procura refletir a capacidade e a intenção do emissor de honrar seu compromisso de acordo com o termos da obrigação construída. Alguns fatores, no entanto, mitigam o risco de inadimplência do devedor, podendo incrementar o rating da emissão quando comparado ao rating do emissor. Do ponto de vista da mitigação do risco de crédito, nenhum fator de proteção é mais eficaz do que a concepção de uma operação estruturada que atenda aos requisitos básicos legais – as denominadas “ securitizações”.

2.4 SECURITIZAÇÃO

2.4.1 Conceito de Securitização

A securitização consiste em uma forma de captação de recursos para médio e longo prazo. O termo Securitização vem do inglês *Securitization*, que por sua vez deriva do termo *Securities* que significa títulos emitidos no mercado para a captação de recursos com garantia de pagamento. As *SECURITIES*, por seu lado, são lastreadas pelos ativos e são conhecidas como *Asset Backed Securities* (“ABS”, expressão que significa *Securities Lastreadas por Ativos*).

A definição apresentada por FORTUNA (2000) é mais ampla e apresenta os *asset backed securities* (ABS) como sendo (títulos emitidos pelas empresas e lastreados em posições de seus ativos , tais como contas a receber ou estoques a comercializar. Em resumo, trata-se de securitização de seus ativos, que é a transformação desses ativos em títulos negociáveis, transferíveis e resgatáveis em prazos e condições previamente determinados. Conforme KOTHARI (1999) a securitização em seu mais amplo conceito, tem o sentido da conversão de ativos de pouca liquidez em títulos mobiliários de grande liquidez, passíveis de serem absorvidos pelo mercado investidor. Esses títulos possuem como lastro⁴ os ativos que foram securitizados, tendo suas receitas baseadas no fluxo de caixa proveniente, seja de juros sobre empréstimos, seja de outros recebíveis.

A Securitização pode ser definida como um instrumento financeiro pelo qual as empresas podem antecipar recursos com garantias de recebíveis ou de seus ativos. Apesar de os papéis securitizados terem como característica básica a garantia de fluxos de recebíveis, estes não eliminam todo o risco da emissão. A estrutura adotada na montagem da operação e a qualidade da estruturação serão os fatores que garantirão a proteção do risco.

A captação de recursos para alguns mercados americanos (como o imobiliário ou de cartões de crédito) é feita basicamente através de operações de securitização. Esse mecanismo, segundo BHATTAACHARYA & FABOZZI (1996) ,

⁴ O ativo lastro de um determinado título significa o ativo ao qual este título está vinculado possuindo, portanto, as mesmas características em termos de qualidade e riscos.

amplia as possibilidades de captação de recursos e acesso a financiamento aos originadores⁵ desses créditos, através de um meio alternativo e eficiente, dando acesso direto ao mercado de capitais, reduzindo os custos e riscos da captação. Além disso, a possibilidade de desassociar a qualidade dos créditos da carteira da qualidade do originador faz com que os próprios custos de captação sejam menores, conseqüência do alargamento da base de investidores.

Segundo a Andima, o termo Securitização no setor bancário tem sido utilizado para denominar qualquer operação que isola e compromete um fluxo de caixa futuro, independentemente das condicionantes e da probabilidade de sua realização.

2.4.2 Histórico de Securitização

A Securitização de ativos teve início nos EUA, durante a década de 70, quando agências governamentais ligadas ao crédito imobiliário iniciaram o mercado com a venda de títulos lastreados em hipotecas. A partir de 1985 estabeleceu nos EUA a securitização de ativos não-hipotecários quando a Sperry Corporation emitiu a US\$ 192,5 milhões em títulos contra recebíveis de leasing de computadores. Atualmente esse instrumento se estende por vários outros tipos de recebíveis, como relativos a leasing de aeronaves, financiamento de barcos, recebíveis de cartão de crédito e duplicatas.

Desde o seu surgimento, o mercado norte americano de ABS tem crescido substancialmente, visto as características favoráveis que oferecem o mercado. Desde então, o mercado de ABS cresceu substancialmente para USD 280 bilhões em novas emissões em 2001 e cerca de USD 350 bilhões previstos para 2021. Embora o mercado Norte-Americano ainda responda pela maior parcela do mercado de securitização global, ele é um setor já maduro e sua taxa de crescimento vem diminuindo quando comparada com os mercados da Europa e da Ásia.

⁵ Originadores são aquelas empresas que fazem a originação dos créditos, dos ativos a serem securitizados.

Estima-se que esta tendência deva perdurar nos próximos anos. Além dos bancos, grandes indústrias, redes varejistas recorrem a esse tipo de operação.

Fora dos EUA, os ativos securitizados tiveram início apenas na segunda metade da década de 80. Na Europa, o mercado que apresentava características mais favoráveis para a emissão de ABS era o mercado inglês. Por possuir um mercado hipotecário desenvolvido, foi um dos primeiros países a utilizar deste meio de captação alternativo. Outros países europeus como França, Alemanha e Espanha, além do Japão, Canadá também estão desenvolvendo mercados de Securitização. A difusão da tecnologia de securitização se baseia na necessidade desta forma de financiamento, no tamanho de mercado.

2.4.3 A Securitização de Recebíveis

As operações de securitização podem apresentar-se de diferentes formas e estruturas, além da possibilidade de serem específicas para cada tipo de crédito. Este trabalho tem como foco a securitização de recebíveis sendo, portanto, importante o entendimento de uma das aplicações das técnicas de securitização mais utilizadas em todo o mundo que é a criação de títulos lastreados em recebíveis.

O conceito de recebíveis remete à existência de créditos a receber provenientes de operações de financiamento, ou mesmo, venda de determinados produtos ou serviços. KOTHARI (1999) cita como exemplos recebíveis provenientes de operações de venda de imóveis, de venda de veículos, de aluguel de veículos, de cartões de crédito, de diárias de hotéis, de companhias de eletricidade, telefônicas, de água, de companhias de aviação ou mesmo de seguradoras.

Exemplos de Ativos Securitizados	
Leasings de Aeronaves	Financiamentos de Casas Pré-Fabricadas Transportáveis
Financiamento de Autos	Financiamentos Hipotecários de Imóveis
Leasings de Autos	Leasing de vagões
Financiamentos de Barcos	Imóveis
Recebíveis de Cartões de Crédito	Financiamentos de Veículos de Recreação
Financiamento de Giro de Concessionários (<i>Floorplans</i>)	Fluxo de <i>Royalties</i>
Leasings de Equipamentos	<i>Stranded Utility Costs</i> (*)
Empréstimos garantidos por Imóveis	Duplicatas
Leasings de Containers Marítimos e de Chassis	Financiamentos de Caminhões
(*) <i>Compensações financeiras por custos incorridos pelas Distribuidoras de Energia Elétrica devido a mudanças regulatórias nos EUA</i>	

Figura : Exemplos de Ativos Securitizados

Na essência, a securitização é a venda no mercado de capitais de títulos garantidos por um fluxo de caixa oriundo de certos ativos, denominados contas a receber, ou ativos recebíveis. Os ABS formam uma das classes de títulos de menor risco no mercado de capitais uma das classes de ativos de menor risco no mercado de capitais. Sua emissão pode apresentar garantia de pagamento superior à dos papéis emitidos por grandes corporações e aos do próprio governo. Além disso, os ABS dependem dos fluxos de recebíveis.

Para SHAW⁶ (apud PINTO,1999, p. 41)

os ABS dependem do cash flow e, algumas vezes dos valores de liquidação dos conjuntos distintivos de ativos. Os investidores devem estar assegurados da qualidade dos ativos no momento zero da operação, bem como devem exigir proteção adequada contra a deterioração destes ativos numa data futura. Este é o *asset quality risk*(risco qualitativo dos ativos).

O comprador dos ABS investe apenas indiretamente nos ativos que servem de lastro para títulos (contas a receber) , sendo diretamente subordinado à estrutura que envolve e serve de suporte a fluxos. Sendo assim, mesmo a performance do lastro dos ativos estando, o investidor está sob risco dos termos dos alicerces técnicos da operação, bem como todas as partes envolvidas na sua estruturação”.

As operações de ABS permitem disponibilizar acesso às formas de captação do mercado de capitais aos diversos tipos de empresas existentes. Através das

⁶ SHAW, Z. *International Securitization*. Inglaterra: Macmillan Publishers Ltd, 1991.

variações na estrutura de securitização, é possível atender as expectativas de pequenas e médias empresas, instituições de capital fechado ou que apresentem problemas estruturais e de caixa. Para as empresas em boa situação de caixa, apresenta-se como uma forma barata de captar recursos no mercado.

2.4.4 Estrutura de Securitização

A securitização de ativos é uma operação de estrutura complexa, demanda tempo considerável na sua estruturação e tem custo relativamente alto. Assim, é necessário que se estabeleça uma real necessidade na utilização das estruturas de securitização. Segundo SHAW⁷ (apud PINTO, 1999, p.42):

Um ponto importantíssimo a ser observado é a definição clara do objetivos ou dos objetivos do processo. As duas formas principais de securitização são: *on-balance-sheet*, onde os ativos continuam fazendo parte do balanço da empresa originadora; e a forma *off-balance-sheet*, onde se verifica a transferência de posse dos ativos.

Segundo PINTO (1999, p.42), dentro destas duas formas existem três estruturas básicas de securitização, sobre as quais muitas variações se desenvolveram: *collateralised debt*, *pass-through obligations* e *pay-through obligations*.

- **Collateralized debt:** Nesse tipo de operação o originador da operação é a própria empresa beneficiária, que, como proprietária dos ativos /contas a receber, faz um empréstimo através da emissão de títulos (*debt instrument*) e dá em penhor estes ativos com o fim de assegurar o pagamento do empréstimo. Os recebíveis são apenas dados em garantia de emissão, não havendo transferência de propriedade dos ativos. Nessa estrutura a beneficiária monta um fluxo de pagamentos para o investidor, pagando-o assim, com a geração de contas a receber. Neste tipo de operação, o proprietário dos ativos/contas a receber e o emissor são a mesma empresa (beneficiaria) e o método mais comum e prático de constituir-se reforço de garantia é através da chamada *overcollateralization*, isto é, o penhor de ativos/contas a receber cujo valor total seja superior ao valor de face do débito. . Em tal tipo de operação não se verifica a eliminação do risco da empresa.
- **Pass-through obligation:** A cessão de participações nos ativos /contas a receber de uma determinada empresa (beneficiária) são

⁷ Ídem

oferecidas ao público em geral. Difere do collateralized debt pela existência de um trust, como intermediador da operação. A empresa que necessita do financiamento cede a este trust os ativos/contas a receber de que é titular, e o trust emite títulos de participação aos investidores os quais terão direito ao recebimento pelo trust, do principal e a parte dos juros pagos pelos devedores originais das citadas contas a receber. A outra parte dos juros recebidos serve como fonte de receitas para o pagamento do custo de administração do trust ou é utilizada para eventuais inadimplementos por parte dos devedores originais. O essencial nessa estrutura é que o principal seja repassado aos investidores finais, daí a denominação pass-through;

Apesar de o trust ter o título de propriedade fiduciária dos ativos/contas a receber, ele se limita a conservar e proteger esses ativos, servindo como fiscal do investidor. Portanto, os proprietários dos títulos emitidos pelo *trust*, ou investidores, é que são, em última instância, proprietários dos ativos/contas a receber.

Para entendimento deste tipo de operação, é necessário compreender o papel do *trust*. Este instrumento compreende a transferência fiduciária da propriedade do bem, ou do direito, da beneficiária ao *trust*, que deve receber o direito com a obrigação de administrá-lo em benefício daquele que os constitui. Ou seja, embora o trust possua a aparência de proprietário perante terceiros, em relação aos bens ou direitos a ele confiados, não pode usufruí-los. Em síntese, é uma relação jurídica na qual o fiduciante (empresa tomadora ou beneficente) separa uma parte de seu próprio patrimônio e transfere sua propriedade a outro, nomeado trust (fiduciário), enquanto que este, por sua vez, deve guardá-la e administrá-la em benefício seu ou de terceiros, no caso, os investidores;

- **Pay-through obligations:** Essa estrutura também envolve a intermediação por parte de uma empresa, que deve ser especialmente constituída para tanto, chamada SPV (*special purpose vehicle*). A SPV tem capital simbólico e terá de ser S/A. para fazer a emissão no mercado de capitais, o que torna a alternativa ideal para as empresas de capital fechado, que as publicações obrigatórias serão exigidas apenas da empresa criada para a operação. Neste caso, existe uma “venda efetiva” dos ativos da beneficiária para a SPV que vai ao mercado e emite títulos com lastro em seu ativo, sem fim de capitalizá-la, pois ele é composto pelas contas a receber da empresa tomadora (beneficiária).

O registro da SPV é específico para captar recebíveis e emitir títulos. Os investidores compram os títulos do SPV, e o valor recebido como contrapartida do lançamento dos títulos ao público é repassado à beneficiária, como pagamento pela aquisição do contas a receber, que neste caso fica ligado ao fluxo de caixa da SPV. Como, em geral, os créditos decorrentes das contas a receber possuem tempo de maturação menor que os dos títulos para a empresa beneficiária, a SPV irá sucessivamente recebendo o valor das contas de curto prazo da mesma e adquirindo outras contas a receber até o vencimento dos títulos emitidos. É a forma mais utilizada quando se deseja eliminar o risco da empresa da emissão.

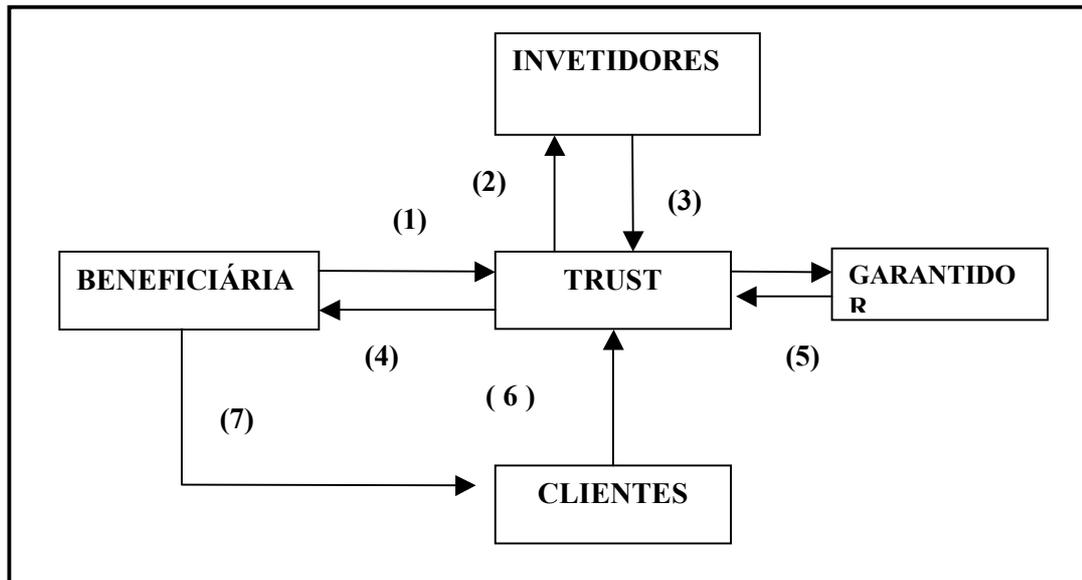


Figura 2.- Modelo de Securitização Pass – through

Fonte: extraído de Daiwa Securities América Inc⁸. (apud PINTO, 1999; p.44)

Segundo PINTO (1999, p. 44), a explicação do Fluxo apresentado na Figura 2 é a seguinte:

- 1) A Beneficiária cederá seus Créditos ao Trust.
- 2) O Trust emite títulos de participação nestes créditos e vende aos investidores.
- 3) Os investidores irão pagar pelos títulos,.
- 4) O Trust pagará a beneficiária pela compra dos recebíveis.
- 5) Valores de Sobras em função do spread são retidos como garantia adicional.
- 6) Os devedores originais (clientes) dos créditos pagam suas obrigações ao truste
- 7) A beneficiária entrega as mercadorias vendidas aos clientes.

Conforme observa PINTO (1999), nesse tipo de estrutura o *trust* paga aos investidores na proporção de sua respectiva participação nos créditos cedidos pela beneficiária. Após pago os investidores, o valor retido como garantia adicional é repassada a empresa beneficiária.

⁸ DAIWA SECURITIES AMERIC INC. Opportunities in Debt Financing Through Securitization Material de Divulgação. 1995

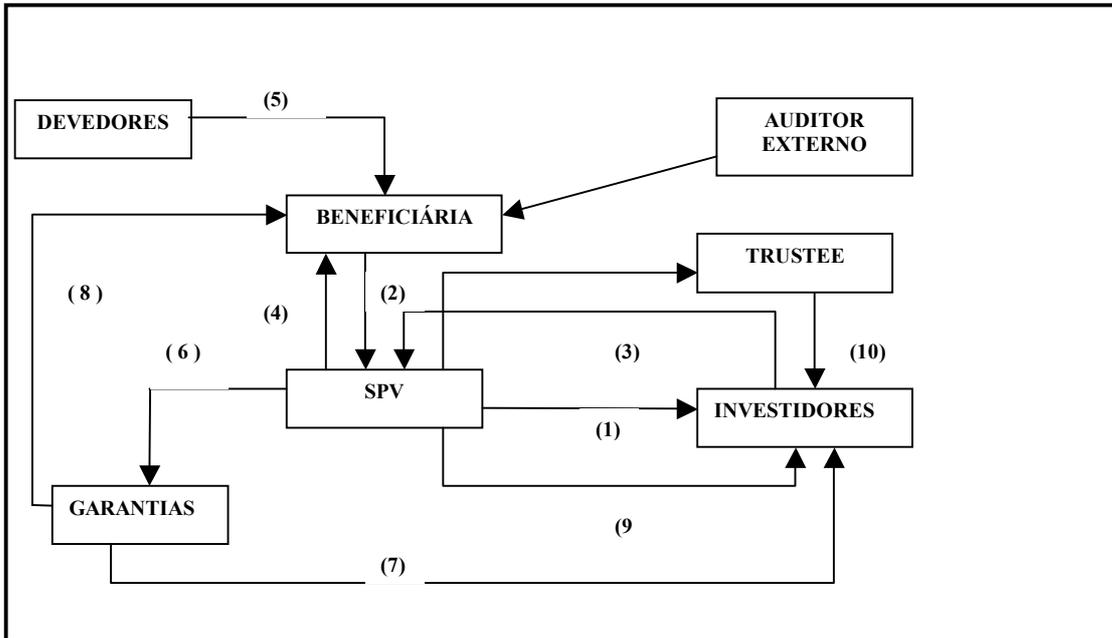


Figura 3 – Modelo de Securitização Pay- through

Fonte: Daiwa Securities América Inc.⁹. (apud PINTO, 1999, p.46)

Para esse fluxo, Pinto (1999) explica da seguinte forma:

- 1) SPV emite títulos
- 2) Beneficiária cede seus créditos a SPV
- 3) Os investidores irão pagar pelos títulos a SPV;
- 4) Com o valor recebido em virtude da emissão, a SPV paga à beneficiária pela aquisição dos créditos originais, os quais foram oferecidos de garantia.
- 5) Devedores originais da beneficiária pagam à SPV pelos créditos;
- 6) A SPV retém o valor necessário para o cumprimento das próximas obrigações com os investidores, mantendo o saldo, por ventura existente, como reforço de garantia.
- 7) A SPV efetua pagamento periódico ou final aos investidores;.
- 8) Caso haja ocorrências de algum evento que torne inviável o cumprimento das obrigações com os investidores, é utilizado o reforço de garantia.
- 9) Os valores retidos como reforço de garantia são repassados a beneficiária se não utilizados.

2.4.5 Vantagens da Securitização

Conforme CAUOETTE, ALTMAN e NARAYANAN (1999) entre as razões 'para os emissores'¹⁰ escolherem securitizar os ativos estão os seguintes motivos:

⁹ DAIWA SECURITIES AMERICA INC. Opportunities in Debt Financing Through Securitization. Material de Divulgação, 1995.

- **Liquidez.** Os bancos e outros emissores podem converter seus ativos ilíquidos em dinheiro.
- **Custos reduzidos de empréstimos** – companhias financeiras independentes e cativas securtizam ativos para obter capital a taxas atrativas.
- **Administração de impostos:** algumas jurisdições cobram impostos sobre o valor do ativo.
- **Uso mais eficiente do capital:** a securtização pode ser usada para multiplicar o ativo criado sem aumentar a alavancagem;
- **Arbitragem por regulamentação de capital:** por causa dos altos ônus regulamentares sobre o capital para empréstimos a tomadores de alta qualidade, os aplicadores não podem ter ganhos atrativos sobre o patrimônio quando detêm esses empréstimos. é vantajoso para eles securtizarem esses ativos, tirando-os do balanço e colocando-os em um special purpose vehicle¹¹ não- bancário. Companhias de seguro também podem usar a securtização para reconfigurar os ativos financeiros nos seus balanços, para obter tratamento mais favorável sob as regras do capital baseado em risco.

A tomada de decisão em usar a securtização ou não envolve vários aspectos. De acordo com SHAW (apud PINTO, 1999, p.44)), são apresentados os principais aspectos que envolvem tal decisão:

- **Retorno sobre capital:** A estrutura off-balance-sheet prevê a retirada dos ativos do balanço da originadora. A securtização não diminui a rentabilidade dos ativos, apenas reduz o tamanho dos balanços, tornado as estruturas contábeis mais enxutas. Sendo assim, a aplicação em ativos de melhor qualidade somada às comissões e fluxos incrementais na estruturação de operações, aumentaram o retorno sobre o capital.
- **Lastro com Longo Prazo:** Organização tais como banco, seguradoras, empresas de leasing, e assemelhadas, geralmente necessitam de funding com maior prazo possível, pois necessitam renovar o lastro de suas operações até o vencimento dos contratos. A securtização permite o casamento do vencimento do funding com os ativos financiados.
- **Diversificação das Fontes de Aplicação e Captação:** O Mercado doméstico não é uma fonte inesgotável de recursos, podendo obrigar as empresas, constantemente tomadoras de recursos para investimentos, a buscar outros mercados para se financiar. Da mesma forma, alguns administradores de portfólios podem querer eliminar o risco de concentração de papéis mediante a diversificação de carteiras, o que pode produzir o horizonte de colocação de papéis para algumas instituições. Através de papéis com estruturas de garantia complexos e perfeitamente ajustados em termo de engenharia financeira, é possível despertar o interesse do mercado internacional e eliminar o risco empresa que determina a concentração de papéis em portfólios.

¹⁰ Emissor segundo SECURATO (2002) é a empresa ou companhia geradora dos recebíveis, ou qualquer pessoa jurídica que tenha a originação de recebíveis à prazo em sua estrutura de vendas.

¹¹ No Brasil o *Special purpose vehicle* (SPV) são conhecidos como Sociedade de Propósito Específico (SPE) que são empresas constituídas para comprar os recebíveis , utilizando esse lastro (recebíveis) para emissão de valores mobiliários.

- **Custo do recurso:** A maioria dos novos ingressos no mercado de securitização nos próximos anos deverá ser das grandes empresas ao invés dos bancos. Para muitas destas empresas a redução de custo nas captações através de securitização off-balance –sheet pode ser muito atrativo, principalmente para aquelas que não tem classificação própria de risco.

Tais vantagens poderão ser devidamente examinadas e concluídas após o término do estudo sobre a aplicação da Securitização na Rede de Lojas Colombo.

2.4.6 Principais Participantes da Estrutura de Securitização

Considerando que os investidores de títulos securitizados têm como grande interesse a qualidade dos recebíveis e do ativo originado, é essencial que os ativos a serem securitizados sejam separados da estrutura jurídica do originador, evitando a contaminação pelo mesmo. BHATTACHARYA & FABOZZI (1999) lembram que essa separação faz-se fundamental, já que permite que qualquer problema existente na sociedade originadora não seja transferido para os ativos que foram securitizados, dando a garantia da permanência de sua qualidade. Assim, o ambiente onde são gerados os títulos e, portanto, para onde são transferidos os ativos, constitui-se de uma entidade legal, criada única e exclusivamente com o objetivo de suportar a operação de securitização. Essas entidades são as chamadas Sociedades de Propósito Específico (SPE), ou extremamente conhecidas no mundo todo como *Special Purpose Vehicles* (SPV), *Special Purpose Entities* (SPE) ou *Special Purpose Companies* (SPC).

Os ativos utilizados nessa transação são geralmente direitos de recebimento futuro gerados pela venda de bens ou serviços. Em outras palavras, trata-se de contas a receber ou recebíveis da empresa originadora. A empresa que origina estes recebíveis denomina-se originadora (originador). Esses recebíveis são originados através de vendas a prazo de bens ou serviços pela empresa ou companhia originadora e tais recebíveis serão utilizados como lastro dos títulos a serem emitidos.

O veículo utilizado na compra dos recebíveis e responsável pela emissão dos títulos é um veículo de propósito especial (*Special Purpose Vehicle*), ou SPV, utilizado nas estruturas pay-through. Desta forma, o real emissor de títulos é a SPV, sendo este veículo chamado de emissor. Os papéis não têm nenhuma ligação com a originadora. A estrutura é montada de forma a eliminar uma possível relação legal onde o risco da falência da originadora possa afetar a SPV. No caso das estruturas pass-through, a SPV denomina-se trust¹².

O Trustee é um agente fiduciário que zelarà pela boa execução dos termos contratuais da operação, bem como pelos interesses dos investidores (compradores de títulos). O trustee serve como um fiscal da operação, tendo diversas atribuições, como a verificação do adequado desenrolar das operações da SPV. Conforme SECURATO et al (200. p. 343), o *Trustee* será responsável pela administração de todo o processo , representando o interesse dos investidores.

A SPV tem como propósito específico adquirir ativos e emitir títulos com base nestes ativos. Sua estrutura deve ser a mais enxuta possível. As funções administrativas (cobrança, fluxos financeiros, aplicações de excedente de caixa, etc.) devem ser delegados a uma outra instituição chamada servicer, que geralmente é a própria originadora, mediante a prestação de serviços. Todas as relações entre SPV e originadora devem observar os procedimentos legais de forma a eliminar a ligação entre elas.

Os compradores dos produtos produzidos pela originadora, seus clientes, formam parte da garantia de boa execução da operação, pois depende deles a geração dos fluxos de recebíveis ao longo da vigência dos papéis. Os investidores potenciais tomadores dos papéis exigem a garantia que a operação irá se estender até o vencimento sem problemas, ou seja, haverá a geração de fluxos até o vencimento final da operação.

Por fim, os investidores, público-alvo da emissão, serão o determinante do grau de garantia da emissão. As atribuições das partes aqui citadas estão em forma

¹² Segundo SECURATO et. Al (2000) a *Trust* ou SPC - Special Purpose Company (companhia de propósito específica) poderá ser denominada SPE – Sociedade de propósito específico.

resumida, visto que serão abordadas na apresentação da Estrutura do FIDC das Lojas Colombo.

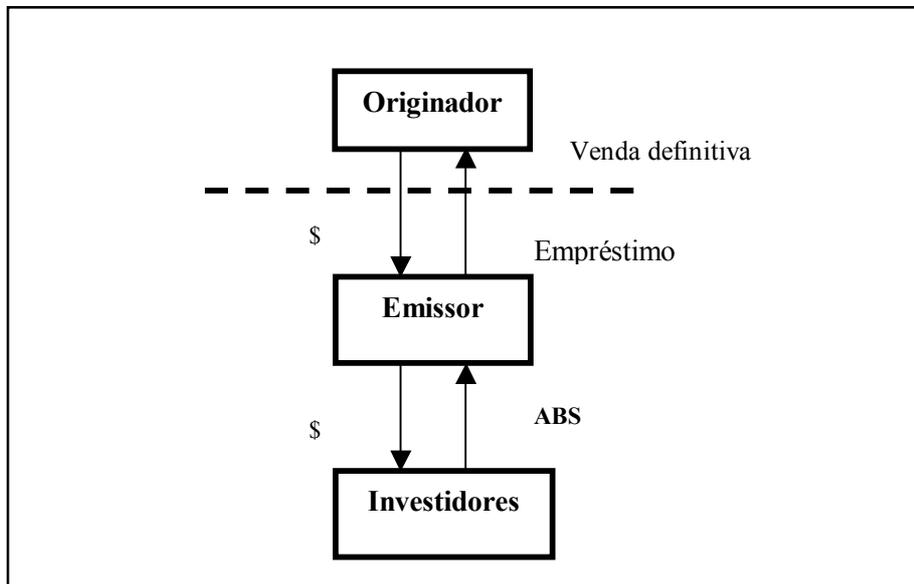


Figura 4 – Diagrama de uma Securitização de Empréstimos

Fonte: CLARKSON at all (2003, p. 5)

Explicação do Fluxo apresentado na Figura 3. segundo CLARKSON AT ALL (2003):

- O Originador estende empréstimos a seus consumidores. O Originador é normalmente o gestor do processo de recebimento e cobrança de ativos.
- Através da Venda definitiva, o originador “ empacota” os empréstimos e os vende a uma SPE . A SPE está livre de Risco de Falência do Originador.
- OS ABS são emitidos lastreados pelos fluxos-de-caixa do empréstimo, que são tipicamente os ativos-base. Os ABS também poderão ser suportados por várias formas de reforço de crédito.

2.4.6.1 Agências de Rating

A expansão das emissões de títulos e valores mobiliários nas últimas décadas abriu espaço para a consolidação das avaliações da qualidade de crédito dos países como um todo, das empresas e de suas emissões por agências especializadas (as chamadas agências de rating). Dentre estas, três apresentam atuação em escala mundial, estando presentes na maior parte dos países onde há um mercado de capitais minimamente constituídos: a Moody's, a Standard & Poor's

e a Fitch, IBCA, Duff & Phelps. No Brasil, a atribuição de ratings por agências classificadoras ganhou impulso na década de 90 e, embora ainda não seja tão disseminada como nos mercados mais desenvolvidos, as principais agências internacionais e algumas nacionais independentes ou associadas (como a Atlantic Rating, SR Rating e Austin Asis) já apresentam um histórico razoável de atividades. Adicionalmente, a atribuição de ratings desenvolvidos internamente por instituições financeiras no país tornou-se obrigatória a partir da Resolução 2.682 do Banco Central (de 21/12/1999), a qual determinou a classificação das carteiras de crédito em nove graus de severidade para classificação de risco e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa.

As Agências de *Rating* será contratada para dar suporte na estruturação da securitização, sendo responsável pela divulgação do *rating* (classificação de risco de crédito) da empresa originadora de recebíveis. As agências de rating especializam-se na avaliação da capacidade creditícia de títulos corporativos, municipais e nacionais. Segundo CAQUETT (2000), é trabalho dessas agências informar os investidores sobre a probabilidade de não receberem todos os pagamentos de principal e juros como previsto em relação a um dado título. O *rating* pode portanto ser interpretado como "*uma opinião sobre a capacidade futura e a responsabilidade jurídica de um emitente de efetuar, dentro do prazo, pagamentos do principal e dos juros de suas obrigações.*" (MOODY'S, 1995, p.4)

Dada a complexidade das estruturas de securitização, a presença da agência independente de classificação de risco fornece aos debenturistas umas avaliações dinâmicas, especializadas e independentes, sobre a qualidade das garantias das debêntures, levando em consideração a segurança da estrutura, o comportamento dos recebíveis e os poderes do *trustee* no zelo dos interesses dos debenturistas.

O rating é uma ferramenta que permite a comparação da qualidade de diferentes tipos de securities, mediante uma regra comum estabelecida por firmas independentes (*rating agencies*). É muito utilizado pelos administradores de carteiras de investimentos, que sobre eles estabelecem critérios de alocação de ativos e concentração de carteiras. Essas *rating agencies*, existentes no mercado possuem critérios definidos mediante as quais analisam títulos cotados no mercado

e atribuem a esses títulos um conceito global de qualidade em termos de estruturação e risco Conforme SECURATO at all (2000),, a Agência de rating estabelecerá uma classificação ou nota de crédito , geralmente nos aspectos citados abaixo:

- Critérios de concessão de crédito que uma empresa originadora possui;
- Seus controles internos
- Sua capacidade ou nível de seus sistemas de informática
- Análise do nível histórico de inadimplência dos recebíveis
- Qualidade e eficácia da cobrança dos títulos (recebíveis)
- Nível de overcollateral que a sociedade de propósito específico possui, ou seja, o nível de garantia adicional de recebíveis, como forma de equilibrar o índice de inadimplência ou atraso dos pagamentos dos devedores.
- Manter em custódia os títulos caucionados

Dentre as mais famosas e respeitadas “agências de investimentos”, ou simplesmente rating agencies, destacam-se a Moody’s Investor Service e a Standart & Poor’s que publicam notas sob a forma de letras para usos dos investidores, classificam as emissões na ordem de probabilidade de falta de pagamento, ponderando vários fatores, até a capacidade do fluxo de caixa dos emitentes para arcar com os encargos da dívida; como volume, composição e estabilidade dos fluxos de caixa (VAN HORNE, 1984).

2.4.6.1.1 O Papel das Agências de Rating

Os beneficiários das opiniões de crédito contidas nos *ratings* podem ser sumarizados em quatro grupos: investidores, emissores, agentes financeiros intermediários e ao mercado como um todo.

- a) Investidores: O uso de *ratings* por estes agentes apresenta várias vantagens, como por exemplo permitir que os mesmos apresentem horizontes de investimento mais amplos, na medida em que são acessadas informações comparáveis a nível mundial, permitindo a

economia de esforços de pesquisa; estabelecer políticas de limites de crédito (alguns fundos de pensão americanos, por exemplo, impedem a aplicação de recursos em ativos de baixa classificação); tomar decisões a respeito do retorno esperado para títulos de acordo com o *rating*, ou seja, qual prêmio de risco deve ser exigido para o investimento .

- b) Emissor Permite um maior acesso a novos mercados (dada a disseminação dos ratings), maior liquidez de seus papéis e pode até (dependendo da classificação) reduzir o custo de capital.
- c) Intermediários: Na medida que emissões com ratings tendem a ter melhor acesso aos mercados, os agentes financeiros que intermediam a operação o fazem com maior facilidade.
- d) Mercado: Pode-se dizer que a disponibilidade de opiniões objetivas, amplamente disseminadas e comparáveis da qualidade de crédito de grande parte dos captadores de recursos nos mercados de capitais aumenta a capacidade analítica e a resposta rápida de preços a mudanças na qualidade de crédito. Havendo ou não impacto independente de ratings sobre os preços, a existência de tais classificações pode aumentar ou ajudar a organizar o estoque de informação sobre empresas e países.

2.4.6.2 Auditor

O auditor será a empresa de auditoria independente que terá a incumbência de analisar e verificar todos os relatórios operacionais emitidos pela empresa originadora, e também pelos relatórios emitidos pela instituição financeira .

Além disso, deverá auditar os processos de concessão de crédito da empresa originadora, bem como auditar os valores de transferência dos recebíveis para a sociedade de propósito específico (trust).

2.4.6.3 Investidor

Os investidores são os compradores dos títulos de emissão da sociedade de propósito específico (trust) ou do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)..

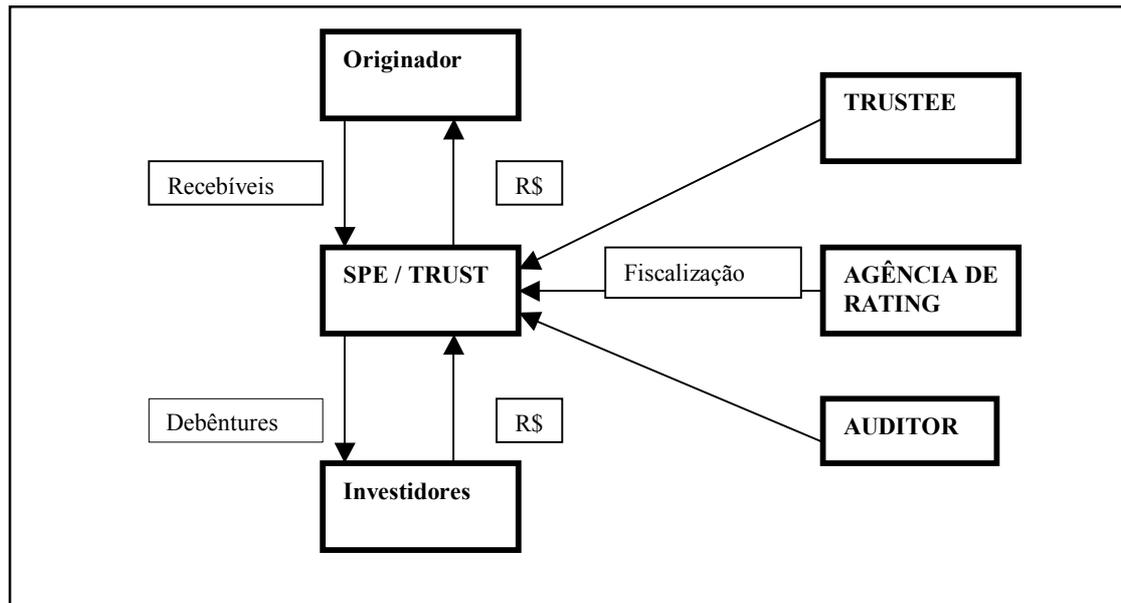


Figura 5: Estrutura Básica da Securitização de Recebíveis

Fonte: SECURATO (2000, p. 342) Adaptado.

2.4.7 Estruturação do Reforço de Crédito

A qualidade de uma operação de securitização de recebíveis está diretamente ligada à qualidade dos recebíveis, pois a securitização visa à emissão de títulos que espelhem a relação original. Assim, faz-se fundamental a diversificação de riscos de um portfólio, permitindo a criação de um título de investimento que seja atrativo ao mercado investidor.

Entretanto, na maioria dos casos, a qualidade dos recebíveis, por si só, não é suficiente e devem ser criadas estruturas para o reforço de crédito da operação, ou seja, estruturas ou garantias adicionais capazes de agregar qualidade à operação, do inglês *credit enhancements*.

BHATTAACHARYA & FABOZZI (1996) dividem os vários tipos de estruturas para reforço de crédito em (i) reforços internos de crédito, dependentes de alterações dentro da estrutura da operação, e (ii) reforços externos de crédito, basicamente dependentes de algum tipo de garantia provida por um terceiro. KOTHARI (1999) prefere denominá-las de (i) dependentes do originador, referindo-se basicamente a garantias providas pelo próprio originador dos créditos, (ii) estruturais e (iii) dependentes de terceiros.

Esses reforços de crédito podem ser utilizados de forma separados ou conjunto, tendo sua aplicação dependente do tipo de ativo que está sendo securitizado e do tipo de investidor foco da emissão dos títulos. Claramente, a aplicação dessas estruturas tem o objetivo de agregar qualidade à operação através da diminuição dos riscos; entretanto, em contrapartida, agregam custos adicionais à operação. A análise dos reforços de crédito e do nível de qualidade agregado à operação, é um dos pontos cruciais quando da qualificação de nível de risco dos títulos emitidos em operações de securitização.

Os tipos de reforço de crédito a seguir apresentados são alcançados através dos seguintes instrumentos:

- Dependentes do originador: coobrigação e volume adicional em garantia;
- estruturais: estrutura de subordinação; e
- dependentes de terceiros: carta de garantia e seguros.
- Coobrigação do originador

2.4.7.1 Coobrigação do Originador

A empresa originadora dos créditos pode prover uma garantia adicional sobre os recebíveis, comprometendo-se a cobrir parcial ou totalmente perdas ou atrasos nos pagamentos dos adquirentes, ou seja, a empresa originadora pode honrar todos os compromissos referentes aos recebíveis, ou apenas repor parcialmente atrasos superiores a determinado tempo. Eventuais adiantamentos de pagamento

dos recebíveis por parte dos adquirentes normalmente não são cobertos por esse tipo de garantia.

PINHEIRO NETO (2000) lembra que essa garantia pode ser dada de duas formas básicas:

- empresa originadora estar na figura de devedor solidário, ou seja, responsável por todas as obrigações referentes aos recebíveis; ou
- a disposição da originadora em efetuar a substituição ou recompra de créditos/recebíveis que apresente problemas de performance, representando uma cobertura de risco parcial.

Quando a empresa originadora exerce o papel de devedor solidário em relação à dívida referente aos recebíveis, deve-se tomar cuidado com a forma jurídica com que esta garantia será dada. A estrutura jurídica deve deixar bem clara a separação dos recebíveis dos ativos da empresa originadora evitando a contaminação, já que a coobrigação tem o objetivo de agregar qualidade à operação e não adicionar riscos antes não presentes.

Além das empresas originadoras dos créditos, esta garantia também pode ser dada pelas empresas securitizadoras, responsáveis pela emissão dos títulos. No mercado americano de securitização de hipotecas das chamadas entidades governamentais, essas empresas securitizadoras garantem aos investidores de seus títulos, o recebimento tanto do principal como dos juros.

A coobrigação do originador pode trazer vários benefícios a operação de securitização, tornando seus títulos mais atrativos ao mercado investidor, facilitando sua colocação e distribuição, desde que essa coobrigação possa agregar qualidade à operação.

2.4.7.2 Volume adicional em garantia

Uma outra maneira da empresa originadora agregar qualidade à operação é através da existência de um volume adicional, em bases monetárias ou em recebíveis, como garantia dos títulos emitidos.

A empresa originadora pode, a partir do primeiro momento da operação, alocar recursos adicionais em espécie junto à estrutura da operação para a garantia de performance dos recebíveis securitizados. Essa alocação adicional pode se dar de duas formas básicas:

- através de caução em garantia de recursos monetários junto a uma instituição independente o chamado fundo de reserva BHATTACHARYA & FABOZZI (1996)ou
- através de um empréstimo subordinado da empresa originadora à SPE (KOTHARI, 1999), a ser liquidado após a liquidação total das obrigações referentes aos títulos emitidos.

Há diferenciações jurídicas e procedurais em relação às duas alternativas, além de impactos distintos em termos contábeis e de impostos. Entretanto, segundo KOTHARI (1999), a opção de empréstimo subordinado tende a minimizar o risco de perda dessa garantia em caso de falência da originador.

Em vez da utilização de recursos monetários em garantia, a empresa originadora pode também utilizar como garantia um volume adicional de recebíveis, chamado de overcollateral, do inglês garantia adicional (KOTHARI, 1999). Assim, o fundo de reserva seria formado não por um depósito monetário, mas sim pelos recebimentos referentes aos recebíveis a ele transferidos. A diferença básica em relação à garantia em bases monetárias é de que sobre a garantia em recebíveis está implícito o risco de performance dos recebíveis adicionais.

A empresa originador pode, assim, através de um instrumento de caução, caucionar determinados recebíveis como garantia da emissão dos títulos para cobrir eventuais perdas ou atrasos na performance dos recebíveis que foram securitizados.

É possível também a transferência de um volume adicional de recebíveis à SPE tendo como contrapartida ou (i) a emissão de títulos subordinados a favor do

originador através da emissão de uma série específica sem a caracterização de juros ou prazo de resgate dos títulos ou (ii) o pagamento a prazo pela compra desses recebíveis adicionais com preço de compra subordinado à performance do portfólio securitizados.

A transferência dos recebíveis à SPE proporciona um fator de qualidade maior a operação do que a caução de recebíveis; entretanto, esse tipo de estrutura agrega também custos maiores, devendo-se analisar a melhor alternativa, sempre tendo em mente o mercado investidor.

2.4.7.3 Estrutura de subordinação

A estrutura de subordinação é um tipo de reforço de crédito que é definido como estrutural, ou seja, é independente da empresa originadora ou de terceiros. A subordinação consiste em se fazer emissões de títulos com séries distintas, onde o recebimento de recursos para os títulos de determinadas emissões é dependente do recebimento de recursos de outras. Diz-se, portanto, que determinada série está subordinada a outra, ou seja, sua performance depende da performance da série superior. Conforme apresenta BHATTACHARYA & FABOZZI (1996), a emissão que tem preferência de recebimento dos recursos é a chamada emissão sênior. Aquelas que estão subordinadas à emissão sênior são ditas emissões júnior. Uma série intermediária, segundo KOTHARI (1999), pode ser batizada de emissão .Mezanino..

Dessa forma, periodicamente, quando do ingresso de recursos provenientes dos recebíveis, o volume é inicialmente utilizado para cumprir com as obrigações dos títulos da emissão sênior, o restante é alocado para os títulos da emissão mezanino e assim sucessivamente. Os títulos seniores possuem um direito maior sobre o fluxo de caixa no caso de atrasos ou problemas com recebimento.

Essas emissões podem, inclusive, conter características diferentes em termos de prazo total, carência e forma de amortização.

Alternativamente, a própria empresa originadora pode reter uma determinada emissão subordinada, onde ela mesma é a investidora, com o objetivo de criação de um fundo de reserva como garantia adicional da operação. Essa emissão pode ser chamada de emissão residual.

BHATTACHARYA & FABOZZI (1996) lembra que a estrutura de subordinação é o tipo de reforço de crédito mais utilizado em operações de securitização, justamente por tratar-se de um reforço estrutural, não dependente de terceiros ou da própria qualidade do originador. Essa estrutura, segundo KOTHARI (1999), é geralmente utilizada em conjunto com algumas das alternativas de reforço de crédito citadas

2.4.7.4 Carta de Garantia

A carta de garantia, segundo BHATTACHARYA & FABOZZI (1996), refere-se a uma garantia adicional prestada por um terceiro, usualmente uma instituição financeira. Essa carta de garantia pode cobrir total ou parcialmente apenas alguns dos riscos existentes na operação. Pode servir também para reforçar a coobrigação do originador, ou dar liquidez à operação em caso de emissões em outros países. Um determinado banco americano, por exemplo, pode gerar liquidez a uma operação de securitização de ativos brasileiros com a colocação de títulos nos Estados Unidos, minimizando o risco de transferência de recursos ao estrangeiro.

2.4.7.5 Seguros

KOTHARI (1999) cita que podem ser formatados seguros para garantir o risco de crédito dos adquirentes, ou seja, dos devedores primários. Podem também ser formatado seguro para a cobertura de riscos político ou de liquidez, em caso de emissões internacionais.

2.5 FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS

2.5.1 Conceito de Fundos de Investimentos

Os fundos de investimento tornaram-se populares por oferecer uma forma simples de investir no mercado financeiro, no qual a complexidade e a diversidade aumentam a cada dia. Independentemente do valor aplicado, os investidores recebem o mesmo tratamento, rentabilidade, informações e, principalmente, a mesma assessoria comparada à administração de uma carteira com grandes volumes. Para Vicensi (2003), “Investir em fundos significa ter acesso aos vários mercados, poder diversificar e contar com um gerenciamento profissional”. O autor ressalta ainda que as instituições que atuam nesse nicho de mercado possuem equipes de profissionais qualificados, que administram as carteiras de investimento dos fundos aproveitando os melhores momentos para comprar ou vender os títulos que os compõem. Além disso, acompanhando constantemente o mercado, os administradores buscam os maiores retornos possíveis para os investidores através das melhores oportunidades que o mercado pode oferecer, de acordo com as políticas de investimento determinadas em cada fundo.

Neto (2003) afirma que não há registro ou data específica do surgimento dos fundos de investimentos. Segundo o autor, os fundos são resultados de uma prática em que amigos se uniram para investir suas poupanças em conjunto visando ou a obtenção de custos menores, ou a possibilidade de realizar melhores negociações de taxas de juros. Dessa forma, o valor dessa prática foi reconhecido e regulamentado imediatamente, de modo a proteger as pessoas que se utilizavam desse grupo para aplicar seu dinheiro. Em sua concepção, “fundo de investimento nada mais é que um grupo de pessoas, que se conhecem ou não, que investem seu dinheiro de forma condominial.” Para Santos (1999), fundo de investimento é uma modalidade de aplicação financeira que se caracteriza como um condomínio (grupo) de investidores, através da aquisição de cotas de aplicações abertas e solidárias, representativas do patrimônio do fundo.

Os investimentos dos condôminos, por sua natureza, estão sujeitos a perdas de patrimônio em função de flutuações de mercado, risco de crédito ou, ainda, da possibilidade de adoção de uma política de investimento agressiva. Assim, aplicações realizadas em fundo não contam com a garantia da Instituição Administradora ou do Fundo Garantidor de Crédito – FGC, conforme inciso I do art. 1 da Circular no 2.786, do Banco Central do Brasil.

O fundo nasce com um valor de cota convencionado pelo administrador. “Cota” corresponde a menor fração do Patrimônio do fundo. Seu valor é atualizado diariamente, com base em uma avaliação patrimonial que considera o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira do fundo. Ao aplicar em um fundo de investimento, os recursos do investidor são transformados em uma determinada quantidade de cotas, que é calculada dividindo-se o valor aplicado pelo valor da cota do dia da aplicação. O valor da cota é estabelecido em função da valorização ou desvalorização dos títulos que compõem a carteira, e é determinado através da divisão do patrimônio do fundo pelo número de cotas emitidas.

2.5.2 Conceito e Ambiente Regulatório dos FIDCs

No Brasil, a partir de 1997 (apesar de algumas operações anteriores), diversas companhias têm se utilizado da securitização como parte de estratégia de Financiamento. O Governo tem se empenhado no aperfeiçoamento deste mercado, através de regulamentações específicas, dentre as quais destaca-se (i) a Lei nº 9,514 de 20.11.1997, fixando as regras básicas e os Instrumentos para a securitização de recebíveis imobiliários, (ii) a resolução nº 2.493 de 07.05.98, que regulamenta a cessão de direitos creditórios oriundos de operações financeiras à Companhia Securitizadora de Créditos Financeiras e a (iii) a Resolução 2.907 de 29.11.2001, criando os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios¹³ (FIDC) ou

¹³ Direitos creditórios são obrigações de pagar, líquidas e certas, constituídas por títulos de crédito de natureza comercial financeira, imobiliária, dentre outras. A cessão desses créditos nada mais é do que a transferência pelo cedente, credor originário ou não, de seus direitos creditórios para o cessionário, que no caso tratado por este artigo é um FIDC.

Fundos de Aplicação em Cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FICFIDC)..Em seguida, a Comissão de valores Mobiliários – CVM, tendo em vista regulamentar a constituição e o funcionamento do FIDC e FICFIDC, baixou a Instrução nº 356 que foi consolidada pela Instrução nº 393 de 22.07.2003. Também, foi editada a Instrução CVM nº 399,que estabeleceu a criação dos FIDC no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social – PIPS -, conhecidos como FIDC-PIPS, nos termos da lei 10.735, de 11.01.2003.

Segundo FORTUNA (2005), os Fundos de Recebíveis foram criados com o objetivo de dar liquidez ao mercado de crédito , bem como reduzir os riscos envolvidos e aumentar a oferta de recursos no mercado.

Direitos Creditórios (recebíveis de crédito) são considerados, de acordo com FORTUNA (2005; p.492):

- Os direitos e títulos de direitos creditórios,originados de operações realizadas no segmento financeiras, comerciais; industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços;
- Os *warrants* e contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como os títulos ou certificados representativos desses contratos, desde que a garantia financeira ou de sociedade seguradora observada, nesse último caso, a regulamentação específica da Susep;e
- Os direitos e títulos representativos de créditos de natureza diversa, assim reconhecida pela CVM.

No Inciso terceiro (III) do Art.2º da Instrução nº 356, de 17/12/2001, da CVM - que regulamenta não só a constituição mas também os funcionamentos dos FIDC e dos FICFIDC, encontram-se o conceito de fundo de investimento em Direitos Creditório, apresentado como se segue:

Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios-FIDC: uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquida para aplicação em Direitos Creditórios.

Os investimentos dos condôminos, por sua natureza, estão sujeitos a perdas de patrimônio em função de flutuações de mercado, risco de crédito ou, ainda, da

possibilidade de adoção de uma política de investimento agressiva. Assim, aplicações realizadas em fundo não contam com a garantia da Instituição Administradora ou do Fundo Garantidor de Crédito – FGC.

Os FIDCs funcionam como um fundo mútuo de investimento tradicional, e são classificados pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid)¹⁴ como instrumentos de renda fixa. Os FIDCs são direcionados apenas a investidores qualificados. De acordo com o Artigo 109 da Instrução CVM nº 409 são considerados investidores qualificados:

- instituições financeiras;
- companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
- entidades abertas e fechadas de previdência complementar;
- pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I;
- Fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e Administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

A sua classificação como um instrumento de renda fixa tem possibilitado aos investidores institucionais (tais como fundo de pensão) a diversificação da sua carteira de investimentos através dos FIDCs, os quais, dependendo de características e ratings, oferecem alta qualidade de crédito, mitigação de riscos, e lastro diversificado, comparado a fundos mútuos de renda fixa tradicionais e mesmo títulos públicos emitidos pelo governo, os quais ainda formam a maior parte da carteira destes investidores institucionais.

2.5.3 Mercado de FIDC

Antes da introdução dos FIDCs, e com a exceção das companhias securitizadoras de crédito imobiliário (as quais emitem os Certificados de Recebíveis Imobiliários ou "CRIs"), o mercado de securitização estava limitado a operações que se utilizavam das sociedades de propósito específico ("SPEs") como

veículo de securitização e emissor de títulos mobiliários. Comparativamente aos FIDCs, as SPEs possuem um alto custo fiscal, tanto para os emissores bem como para os

Em termos dos ativos lastreando os FIDCs, a Moody's (2005) espera que uma parte substancial do volume de FIDCs a serem lançados no mercado virá de securitizações de empréstimo consignado, fluxos futuros, duplicatas mercantis, crédito direto do consumidor, financiamento de veículos e recebíveis de cartões de crédito, bem como recebíveis oriundos de tributos considerados como "dívida ativa", ou seja, tributos não pagos mas renegociados e parcelados pelos contribuintes ao governo.

O crescimento no volume nos três primeiros trimestres de 2005, segundo a Agência de rating Moody's representou um aumento de 102% frente ao volume dos três primeiros trimestres de 2004, e um aumento de 12% sobre o total emitido em 2004. Tal fato deve-se principalmente à expansão de securitização de ativos existentes ("performados"), tais como o empréstimo consignado, financiamento a veículos, e empréstimos para pessoas jurídicas, bem como devido a emissões de securitização de fluxo futuro ("não-performado"), principalmente de empresas concessionárias de serviços de eletricidade.

2.5.4 FIDC e SPE

Os FIDCs são fundos mútuos, não possuindo personalidade jurídica própria, e portanto não se enquadram na condição de contribuintes de tributos tais quais a Contribuição Social sobre os Lucros, PIS, Cofins, IOF, CPMF.

Como resultado, os FIDCs quando comparados com as SPEs gozam de tratamento fiscal privilegiado como veículo securitizador: A tabela a seguir conforme relatório da MOODY's (2004), apresenta vantagens fiscais dos FIDCS sobre SPE

¹⁴ Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid) é principal representante das instituições que operam no mercado de capitais brasileiro.

Vantagens Fiscais FIDCs versus SPEs		
	SPVs	FIDCs
PIS/COFINS	9,25% sobre a receita financeira	Isento
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre os Lucros	Aproximadamente 34% do lucro líquido	Isento
IOF	1,2% sobre o valor da operação financeira	Alíquota de 0.00%
CPMF	0,38% no débito de cada transação de conta corrente	Alíquota de 0.00%
Resgate de Quotas pelos Investidores	20% sobre o Rendimento	20% sobre o Rendimento

Figura 6 – Vantagens Fiscais FIDCs versus SPEs

Fonte: Relatório Especial Moody's (2004, .p. 5)

Outro diferencial do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios diz respeito ao impacto tributário. Do mesmo modo que os demais fundos de investimento, o fundo de recebíveis é tributariamente neutro, não estando sujeito a diversos tributos aos quais as SPEs estão. Naturalmente, com menor impacto tributário, uma securitização que utiliza um FIDC tende a ser mais barata se comparada a uma operação que adota uma SPE. No entanto, durante o estudo desse trabalho, o Governo Brasileiro emitiu Medida Provisória (MP do BEM) que alterou a incidência de PIS/ COFINS para empresas securtizadoras.

Segundo Netto e Jabur¹⁵ (2003), os FIDCs apresentam vantagens em relação a uma SPE. Em uma operação de securitização por meio de FIDC, para captar recursos e comprar créditos, basta elaborar o regulamento do fundo, registrá-lo em cartório de títulos e documentos e protocolar a documentação na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Já em uma securitização tradicional, deve-se primeiro constituir uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), empresa dedicada exclusivamente à aquisição de créditos. A SPE deve abrir seu capital, e então emitir valores mobiliários, sujeitos a registro na CVM. Após a subscrição dos valores mobiliários, finalmente, a SPE poderá comprar créditos. Também é

¹⁵ NETO, José Barreto da Silva e JABUR, Renato Pinheiro. A securitização e o fundo de recebíveis. **Valor Econômico**, São Paulo 12 març. 2005. Legislação & Tributos

vantagem do FIDC a maior segurança para os investidores. Assim, a administração do FIDC é feita por instituição administradora, que deve ser instituição financeira ou equiparada, e é responsável civil e criminalmente por má gestão. A instituição administradora está limitada em seus atos pela própria regulamentação do FIDC, sendo, por exemplo, proibida a obtenção e concessão de empréstimos em nome do fundo. Ainda, vale lembrar que, enquanto os investidores é que são os proprietários de um fundo de investimento, nas securitizações com SPEs é comum que o próprio cedente dos créditos seja seu controlador. Ressalte-se que é muito mais difícil impor limitações ao controlador da SPE, o que requer um estatuto social rígido e um acordo de acionistas que inclua um representante dos investidores.

2.5.5 Constituição de um FIDC

Os FIDC representam um condomínio de recursos que destina parcela do Patrimônio Líquido - aquela superior a 50 % do PL -, para a aplicação em direitos creditórios, e os FICFIDC, um condomínio de recursos que destina, no mínimo, 95 % do respectivo PL para aplicação em cotas de FIDC.

Estes condomínios podem ser constituídos na forma aberta, quando os condôminos podem solicitar o resgate das cotas em conformidade com o disposto no regulamento do fundo, ou na forma fechada, quando, então, as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou de cada série ou classe cotas

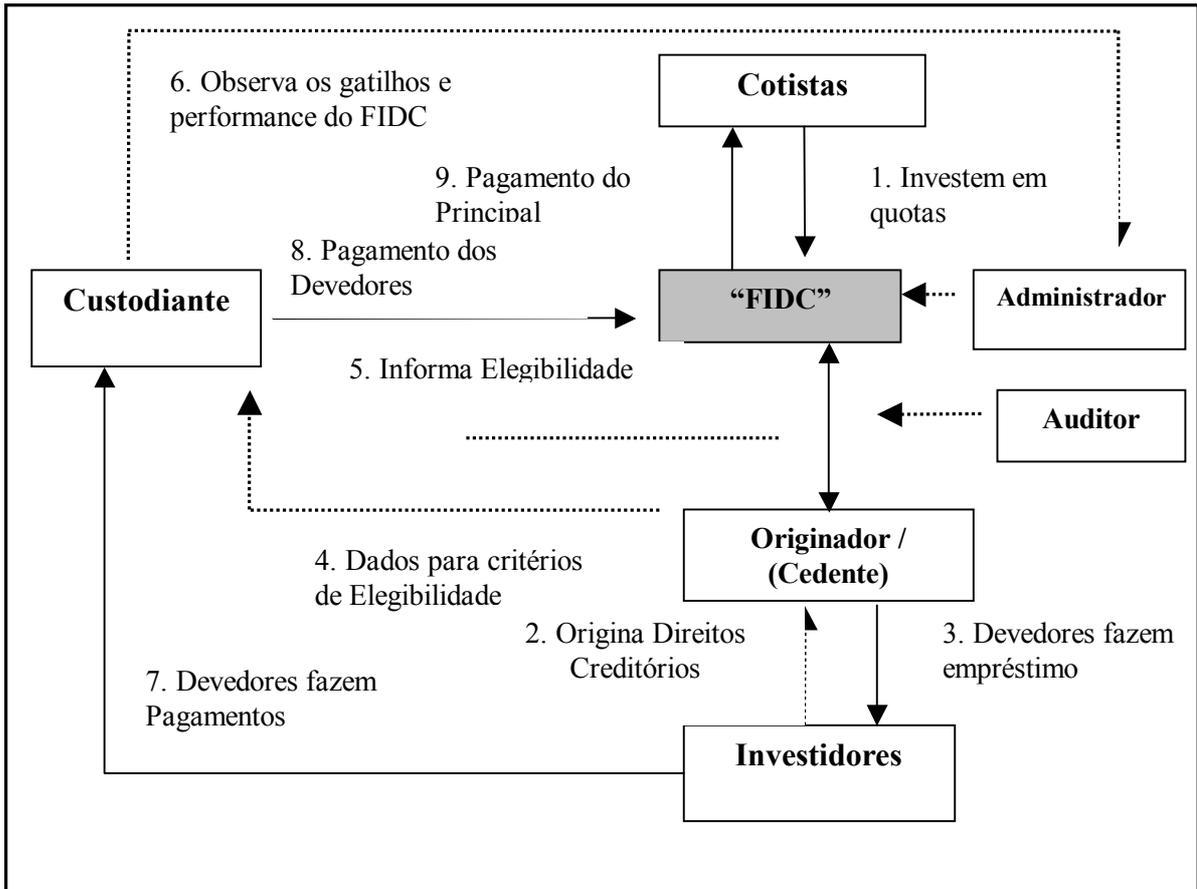


Figura 7 – Estrutura Típica de um FIDC
 Fonte: Relatório Especial Moody's (2004, p. 5)

2.5.6 Cotas dos Fundos

O fundo nasce com um valor de cota convencionado pelo administrador. “Cota” corresponde a menor fração do Patrimônio do fundo. Seu valor é atualizado diariamente, com base em uma avaliação patrimonial que considera o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira do fundo. Ao aplicar em um fundo de investimento, os recursos do investidor são transformados em uma determinada quantidade de cotas, que é calculada dividindo-se o valor aplicado pelo valor da cota do dia da aplicação. O valor da cota é estabelecido em função da valorização ou desvalorização dos títulos que compõem a carteira, e é determinado através da divisão do patrimônio do fundo pelo número de cotas emitidas.

As cotas desses fundos estão classificadas em dois tipos., que funcionam como um reforço de garantias para o investidor, conforme FORTUNA (2005,p.493)

- **Cota de classe Sênior:** aquela que não se subordina às demais para efeito de amortização e resgate e que pode ser subdividida em séries, que são subconjuntos de cotas da classe sênior dos fundos fechados, diferenciados exclusivamente por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração quando houver;
- **Cota de classe subordinada:** aquela que se subordina à cota sênior ou a outras cotas subordinadas, para efeito de amortização e resgate. As cotas subordinadas não podem ser resgatadas ou amortizadas antes do resgate das cotas seniores.

A proporção entre as duas classes de cotas vai depender do nível de garantias colaterais acopladas ao fundo, o que , por sua vez vai depender da qualidade dos recebíveis de crédito que compõe o fundo.

Como citado anteriormente, os FIDCs são constituídos por cotas seniores e subordinadas, sendo que esta última admite subclasses, com prioridades diferentes. Assim, para cada classe e subclasse há um fator de risco diferente, levando-nos à classificação individualizada, como explicitado no art. 3 da Instrução CVM nº 393: “cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País”. No art. 46 da mesma instrução temos que: “(...) considera-se fato relevante a alteração da classificação de risco das classes ou séries de cotas”.

2.5.7 Administração do Fundo

A administração do fundo pode ser exercida por banco múltiplo, por banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, por banco de investimento, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários.

2.5.8 Composição dos Fundos

Os FIDC devem manter, depois de decorridos 90 dias do início de sua atividade, um percentual mínimo equivalente a 50% de seu patrimônio líquida aplicado em Direitos Creditórios.

O Remanescente de seu patrimônio líquida deve ser aplicado em:

- Títulos de emissão do Tesouro Nacional;
- Créditos securitizados pelo Tesouro Nacional
- Títulos de emissão de estados e municípios
- Certificados e recibos de depósitos bancários
- Demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa.

Para facilitar a liquidez do fundo e/ou aumentar a rentabilidade de suas cotas, a regulamentação permite que o fundo pode realizar as seguintes operações:

- Operações compromissadas
- Operações em mercado de derivativos.

2.5.9 Custódia e Registro

Para garantir a segurança de seus cotistas e, dentro das boas práticas de governança corporativa e de transparência de informações, os direitos creditórios e os demais ativos integrantes da carteira do fundo devem ser custodiados, registrados conforme suas características em:

- Conta de depósito em nome do fundo;
- Contas específicas abertas no Selic (Sistema Eletrônico de Liquidação e Custódia);
- Sistemas de registro e de liquidação de ativos autorizados pelo Banco Central ou em instituições autorizadas à prestação desses serviços pelo Banco Central ou Comissão de Valores Mobiliários.

3 MÉTODO DE PESQUISA

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Em atenção aos propósitos do estudo, a metodologia a ser utilizada nesse trabalho será do tipo exploratório-descritiva. Exploratória por buscar estabelecer uma visão geral do problema. Descritiva por se conduzir de forma apresentar as características do objetivo do estudo exatamente de forma em que se encontram. Segundo Andrade (1999), a pesquisa descritiva tem o objetivo de registrar , analisar, classificar e interpretar os fatos sem que ocorra a interferência do pesquisador sobre eles.

Objetivando proporcionar uma melhor visão do problema, será desenvolvido um estudo de caso. Segundo Yin (1994), o estudo de caso é umas várias formas de se fazer uma pesquisa social empírica ao investigar um fenômeno atual dentro do contexto de vida real O estudo tem natureza exploratória, pois procura desenvolver proposições, aprofundar e buscar conceitos (HOPPEN, 1997).

A seguir, descreve-se cada umas das etapas do trabalho com as quais espera-se atingir os objetivos propostos.

3.2 DELIMITAÇÃO DA UNIDADE DE PESQUISA

Nesse trabalho a unidade de análise será Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios emitido pela Rede de Lojas Colombo.

A escolha da empresa foi em razão de ser uma empresa que lançou recentemente um Fundo de Direitos Creditórios e ter sua matriz no Estado do Rio

Grande do Sul, facilitando o acesso à informações e ao responsável da área financeira da empresa.

3.3 TÉCNICA DE COLETA DE DADOS

O estudo de caso não precisa ser limitado a uma única fonte de evidências, sendo que a maioria deles utiliza-se de uma ampla variedade de fontes como: documentação, depoimentos, observação participante e registros em arquivos (YIN, 1994).

O Objetivo principal da coleta de dados é o de corroborar e valorizar as evidências oriundas das fontes.

3.3.1 Instrumentação de Coleta de Dados

São diversos os instrumentos de coleta em estudos de caso:

- Documentos: A coleta de dados baseadas em documentos consiste na verificação de dados contidos em: cartas, comunicados, documentos administrativos, etc (YIN, 1994). Alguns dos documentos que são utilizados no estudo de caso: prospecto dos fundos, comunicados emitidos pela Diretoria da Empresa, Relatórios de Análise de Agências de Rating.
- Registros em arquivos: apresentações feitas pela empresa, relatórios dos usuários, entre outros.
- Entrevista informal ou depoimento: É menos estruturado e só distingue da simples conversação, porque tem como objetivo a coleta de dados. Pretende-se com esse tipo de entrevista a obtenção de uma visão geral do problema e dos fatos (GIL, 1994). Nesse trabalho será utilizada entrevista informal com o Diretor Financeiro da empresa, avaliando todas as sua percepções e expectativas quanto a esse instrumento de captação

de recursos. Utilizou-se correio eletrônico com instrumento de coleta de informações em razão da Sede de Empresa não se localizar na cidade do pesquisador.

- Fontes Secundárias de Dados: Internet, Revistas especializadas, publicações, artigos, material institucional. Além disso, material recebido em uma Palestra realizada pelo Diretor da Integral Trust.

3.4 ANÁLISE DOS DADOS

Após a coleta de dados, será elaborado um estudo para analisar a estrutura de um Fundo de Direitos Creditórios e o seu funcionamento como um instrumento alternativo de captação de recursos para as empresas com base em um estudo de uma emissão já existente, bem como levantar os custos envolvidos na Estruturação desse Instrumento, analisando seus suas vantagens como instrumento de captação de recursos.

Assim, essa etapa é uma das mais importantes da pesquisa, pois ela será o desfecho do estudo onde o pesquisador estará analisando se conseguiu atingir seus objetivos.

4 ESTUDO DE CASO – FIDC LOJAS COLOMBO

O mercado de capitais brasileiro tem continuamente se ajustado para incrementar a captação de recursos, tornando-a mais ágil e menos onerosa para aqueles que demandam recursos imediatos para suas operações. Dentre tais ajustes, ganhou relevo a "securitização de recebíveis". A forma já tradicional, por assim dizer, de securitização de recebíveis (via sociedade por ações de capital aberto) foi muitas vezes descartada em razão dos altos custos envolvidos e da complexidade de sua estruturação. A operação de Securitização no Brasil tem se beneficiado largamente da Introdução dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCS), popularmente de chamados de “fundos de recebíveis”.

Em razão de ser uma operação recente no mercado de Capitais doméstico, muitas empresas não possuem conhecimento da estrutura, custos e vantagens desse tipo de operação como instrumento de captação.

Nesse capítulo é apresentado os objetivos das Lojas Colombo com a emissão de um instrumento de captação como o FIDC, bem como apresentar a empresas interessadas a estrutura operacional e regulatória, riscos envolvidos, custos e vantagens de um FIDC com base no estudo de um Fundo já existente no mercado.

4.1 CONTEXTO MACROECONÔMICO

Com receitas superiores a R\$ 1 bilhão, mais de 300 lojas e 3 centros de distribuição, A Lojas Colombo S.A. é a terceira maior rede varejista de móveis e eletroeletrônicos do país, atrás apenas das Casas Bahia e Globex (Ponto Frio).

As disputas pelo consumidor, cada vez mais exigentes e informadas, que tem à disposição uma oferta crescente de artigos, e que apresentam diferentes perfis e hábitos, está gerando uma multiplicação de estratégias para conquistar e atrair os clientes. Uma dessas estratégias é o aumento no prazo de pagamento e o crescimento do volume de operações de financiamento para os clientes que comprarem a prazo.

Segundo o Estudo do IBGE, conforme gráfico 1, a atividade de Móveis e eletrodomésticos continuou sendo, em janeiro de 2005, o destaque do comércio varejista, com variação de 19,59% sobre o mesmo mês do ano anterior. Esse percentual, um pouco abaixo do obtido em dezembro/04 (23,77%), teve como consequência a melhoria nas condições de crédito e da massa de salários, além do desempenho da economia em 2004, caracterizado por certa estabilidade o que possibilitou um maior planejamento por parte dos consumidores.

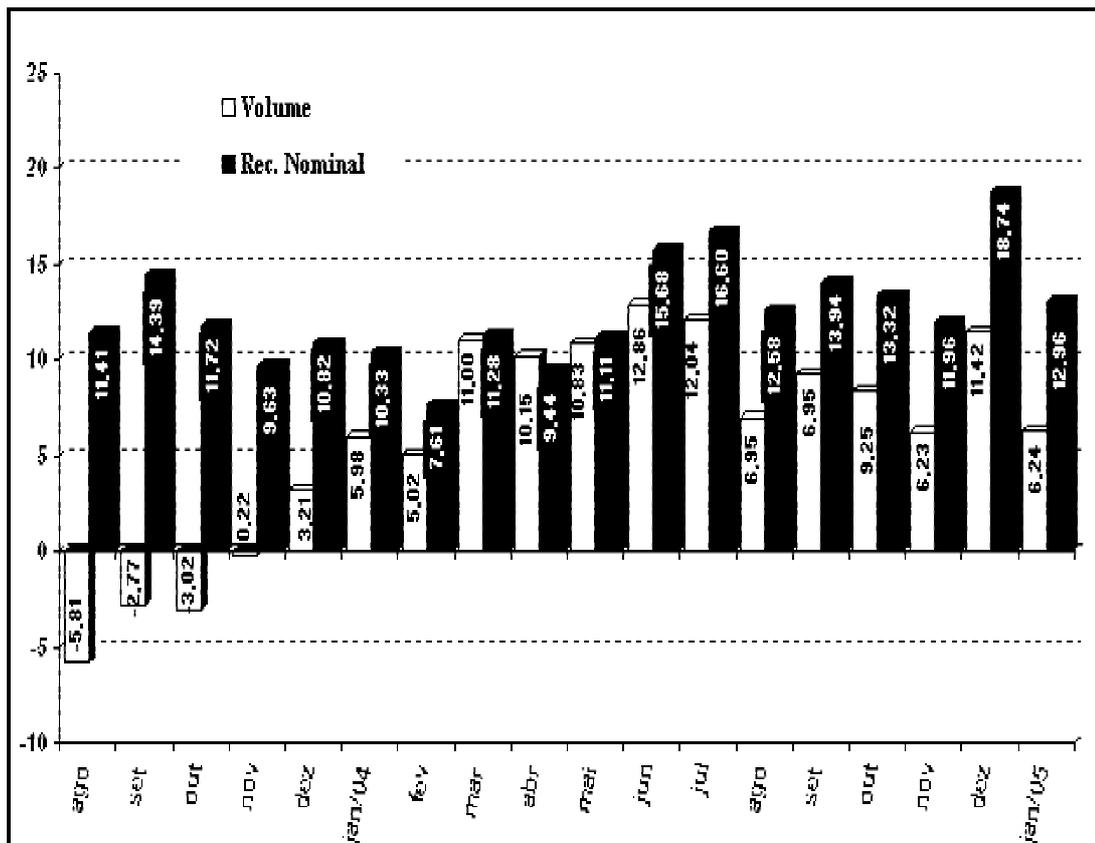


Gráfico 1 – Desempenho do Comércio Varejista brasileiro- Evolução taxa mensal
Fonte: IBGE

A Rede de Lojas Colombo atua na concessão de crédito para seus clientes como um instrumento de concorrência. A concessão de crédito atua como um elemento do processo de oferecimento de um produto ou serviço não só porque afeta diretamente o preço de aquisição, distribuindo pagamentos no tempo, como proporciona maior flexibilidade operacional ao comprador, que ganha tempo para gerar recursos com vistas a efetuar pagamentos.

O objetivo dessa política é aumentar a participação de suas vendas a crédito, com riscos dentro dos limites estabelecidos em seu Planejamento Estratégico, que inclui a identificação correta do cliente e estabelece a capacidade de pagamento a partir de critérios definidos.

A Rede de Lojas Colombo tem suas vendas realizadas para clientes das Lojas Colombo residentes e domiciliados no Brasil e financiadas pela própria Loja Colombo, por meio de vendas a prazo, ou pela Creditar, através de Crédito Direto ao Consumidor – CDC¹⁶ Cédula de Crédito Bancário – CCB¹⁷.

Para poder flexibilizar sua Política de Crédito e financiar seus clientes por períodos mais extensos, a empresa buscou um novo instrumento de captação de recursos que possibilitasse investir no seu processo de expansão.

4.2 OBJETIVOS DA EMPRESA

As Lojas Colombo se financiavam até o momento da emissão desse Fundo, segundo o Diretor Financeiro da Rede, por vias tradicionais de financiamento como ,por exemplo, Capital de Giro e o CDC-I – Crédito Direto ao consumidor com “Interveniência”.

¹⁶ o CDC é uma fonte de recursos para os compradores finais. Ao facilitar a aquisição de um bem durável (eletrodomésticos e automóveis em geral) , o mercado financeiro indiretamente financia e contribui para a sustentação de maior volume de vendas por partes das empresa produtoras e comercializadoras desses bens

¹⁷ CCB é título de crédito emitido, por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade

O Capital de Giro é uma operação que visa atender às necessidades de capital de giro da empresa, representada por empréstimos vinculados a um contrato, onde se estabelece prazo, taxa e valores e as garantias exigidas. Essa é uma operação de curto prazo que normalmente o prazo é de um a 9 meses. Além disso, custo de uma operação como essa é de aproximadamente 4% a.m , além de tarifas bancárias e mais o custo do Imposto de Operações Financeiras (IOF).

O CDC-Interveniência, como é chamado na linguagem bancária, é uma modalidade de operação que consiste na concessão de crédito para aquisição de bens e serviços vendidos pelo comércio diretamente ao consumidor final através de uma financeira. Esse tipo de operação geralmente tem um prazo curto (60 a 90 dias), além de tarifas bancárias e Impostos sobre operações financeiras.

Com a necessidade de captar recursos para investimentos, a empresa buscou viabilizar uma fonte de recursos com custos mais atraentes do que as fontes tradicionais do Mercado, sobretudo em relação aos empréstimos bancários. Além disso, buscou uma operação que não comprometesse os índices de endividamento da empresa e que fosse de Longo Prazo.. Dessa forma, a empresa recorreu à emissão de um FIDC que possibilita levantar recursos e melhorar a liquidez sem comprometer o nível de endividamento da empresa originadora, uma vez que é uma operação "*off-balance sheet*", ou seja, não é registrada no balanço financeiro.

4.3 VISÃO GERAL DA ESTRUTURA DO FIDC

4.3.1 Características Gerais

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ("FIDCs") foram criados pela Resolução no 2907, de 29 de Novembro de 2001 do Banco Central do Brasil. As regras de operação são reguladas pelas Instruções no 356 (de 17 de dezembro de 2001) e de no 393 de 22 de julho de 2003 da Comissão de Valores Mobiliários.

Os FIDCs permitem a estruturação de operações de securitização tradicionais, assim como as que envolvem fundos de investimento. Os FIDCs são entidades com falência remota, por natureza, e que dispõem de tratamento tributário favorecido.

As Lojas Colombo FIDC será um condomínio fechado, com vencimento final de três anos. A série de cotas seniores será resgatada em três anos, 36 meses após sua emissão, havendo a previsão de amortizações mensais a partir do 19º mês.

O Fundo emitirá cotas seniores e subordinadas. Essas cotas terão direitas a receber rendimentos, se houver, decorrentes do pagamento de empréstimos a consumidores denominados na mesma moeda e integrantes da carteira do Fundo, e/ou por outros instrumentos de renda fixa, investimentos financeiros de curto prazo e dinheiro. O rendimento e o valor de face das cotas seniores serão pagos com o fluxo de caixa gerado por financiamentos e outros investimentos. Os originadores deterão as cotas subordinadas.

A emissão pode ser vendida no Brasil para investidores qualificados, incluindo algumas empresas e clientes de *private banking*, fundos de pensão, seguradoras e outros fundos de investimento.

O Fundo, durante sua vida, fará compras rotativas de direitos creditórios originados por meio de empréstimos a consumidores pela Lojas Colombo e pela Credifar.

4.3.2 Elementos Envolvidos no Processo e suas Atribuições

Esta parte trata da especificidade de cada um dos elementos envolvidos e do relacionamento entre as partes envolvidas para que exista uma boa estruturação do Fundo.

- I. **Direitos Creditórios(Recebíveis):** Oriundos da prestação devida pelos Clientes à Lojas Colombo e/ou à Creditar, sempre em moeda corrente nacional, oriunda dos Contratos celebrados entre os Clientes e as Cedentes e decorrente da comercialização de mercadorias pela Lojas Colombo mediante pagamento a prazo. s Direitos Creditórios Elegíveis são direitos Creditórios que atenderem, e conjuntamente, os Critérios de elegibilidade;
- II. **Originador (cedente):** será a Lojas Colombo S.A. Comércio de Utilidades Domésticas (Lojas Colombo) e Credifar S.A. Crédito, Financiamento e Investimento (Credifar) que irão gerar a carteira de recebíveis para o fundo.
- III. **FIDC (Emissor):** as Lojas Colombo FIDC é um condomínio fechado, com vencimento final de três anos. Como condomínio fechado, permite apenas resgate das quotas apenas em datas pré-determinadas.

Os FIDCs são fundos mútuos, não possuindo personalidade jurídica própria, e portanto não se enquadram na condição de contribuintes de tributos tais quais a Contribuição Social sobre os Lucros, PIS (Programa de Integração Social), Cofins (Contribuição para Financiamento da Seguridade Social), IOF (Imposto sobre operações relativas a Títulos ou Valores Mobiliários), CPMF (contribuição provisória sobre movimentação financeira). Como o fundo não tem personalidade jurídica própria, ou seja, não responde pelos atos, o Administrador, o qual age por ordem e conta do fundo, é portanto cível e criminalmente responsável..

É objetivo do Fundo proporcionar aos Condôminos (cotistas) a valorização de suas Cotas, através da aplicação preponderante dos seus recursos na aquisição de Direitos Creditórios.

O Fundo buscará, mas não garante, atingir rentabilidade (*benchmark*), no médio e longo prazos, equivalente à 100% (cem por cento) da Taxa CDI¹⁸

¹⁸ taxa média diária dos CDI — Certificados de Depósitos Interfinanceiros, de 1 (um) (Ia, Extra Grupo, calculada e divulgada pela CETIP, e capitalizada em base anual (considerando—se para tanto um ano de 252 dias úteis). A taxa média diária do CDI de um dia é utilizada como referencial

acrescida de uma sobretaxa de 1,0% (um por cento) ao ano, base 252 dias úteis. O benchmark aplica-se às Cotas Seniores, sendo que não há benchmark predeterminado para as Cotas Subordinadas.

Para dar maior segurança, o objetivo do Fundo também será buscado por meio de aplicação de seus recursos em outros ativos financeiros e modalidades operacionais disponíveis no mercado, de acordo com os critérios de composição e diversificação da carteira admitidos no Regulamento.

- IV. **Cotas:** cada Cota corresponde à fração ideal do patrimônio líquido do Fundo, totalizando o valor da Oferta R\$ 160.000.000,00 (cento e sessenta milhões de Reais). A emissão inicial, segundo o regulamento, estimulou o valor inicial de R\$ 1.000,00 cada, sendo até (i) 160000 Cotas Seniores; e 40.000 Cotas Subordinadas. O valor mínimo de aplicação no FUNDO será de R\$ 25.000,00.

Na emissão de cotas do fundo utiliza-se o valor da cota em vigor no próprio dia ou no primeiro dia útil subsequente ao da efetiva disponibilidade dos recursos confiados pelo investidor à instituição administradora, em sua sede ou dependências. Para o cálculo do número de cotas a que tem direito o investidor, devem ser deduzidas do valor entregue à instituição administradora as taxas ou despesas totais do fundo.

No Lojas Colombo FIDC, as Cotas Subordinadas serão subscritas pelo cedente sempre respeitando manter a proporção de 20 % do Patrimônio Líquido, segundo o contrato de subscrição do Fundo

O valor das Cotas Subordinadas será resultante da divisão do eventual saldo remanescente do patrimônio líquido, depois de deduzido os valores das Cotas seniores pelo número total de cotas subordinadas.

V. **Cessão “ True sale”:** a cessão de direitos creditórios consiste na transferência pelo cedente, credor originário ou não, de seus direitos creditórios para o FIDC, mantendo inalterados os restantes elementos da relação obrigacional. O contrato de cessão é um contrato jurídico perfeito, impedindo qualquer retroatividade do contrato. No Brasil, há situações bastante específicas em que o juís pode anular ou revogar a cessão de crédito. Por exemplo, quando a propriedade dos créditos for objeto de discussão judicial.

O custodiante é responsável por receber e analisar documentos relativos aos direitos creditórios oferecidos ao fundo, validar esses créditos de acordo com os critérios de elegibilidade previstos, realizar liquidação, fazer custódia de ativos, dentre outras atividades.

A cessão dos Direitos Creditórios Elegíveis para o Fundo é considerada formalizada na data em que ocorrerem os seguintes eventos: (i) verificação e validação, pela respectiva Cedente e pelo Custodiante, conforme o caso, dos Critérios de Elegibilidade e condições adicionais relativamente aos Direitos Creditórios que então estiverem sendo negociados; (ii) disponibilidade de recursos pelo Fundo; (iii) pagamento do Preço de Aquisição; e (iv) assinatura do termo de cessão devidamente formalizado.

VI. **Overcollateral:** também chamado de credit enhancement, ou reforço de garantia, é uma ferramenta que tem como objetivo de cobrir os riscos relativos às carteiras de recebíveis, diante das especificidades do ambiente de fundos de recebíveis de crédito no Brasil. O reforço de crédito protege os investidores contra perdas em seus “securities” quando ocorrem perdas nos ativos-base da carteira. Um pool de ativos suportando uma securitização pode ser diversificado em diferentes maneiras, incluindo o grande número de recebíveis, o tipo de ativo (um pool pode ter ativos variados), o tipo de tomador de recursos (cada tomador pode pertencer a um setor econômico diferente), a diversidade geográfica de tomadores e os tipos de recebíveis (um pool pode consistir de uma mistura de empréstimos e leasings).

O Reforço da qualidade de crédito promoverá suporte na forma de subordinação estrutural. Além da Subordinação estrutural, o fundo das Lojas Colombo utilizará o spread excedente como reforço de crédito. O spread excedente é definido como pagamentos de juros e outras comissões recebidas sobre os ativos do pool menos os pagamentos de juros feitos para os ABS (títulos lastreados em ativos) mais a comissão paga para gerir e cobrar os ativos entre outras despesas. Se o spread excedente não é utilizado, normalmente ele é liberado para o originador ou retido numa conta-reserva.

- VII. **Carteira do Fundo (ativos):** serão representados fundamentalmente por recebíveis e aplicações financeiras.
- VIII. **Amortização:** é o pagamento aos cotistas do fundo fechado de parcela do valor de suas cotas, sem redução de seu número.

As Cotas Seniores serão amortizadas em 18 (dezoito) parcelas mensais e sucessivas (Amortizações Programas de Cotas Seniores), conforme expresso no Regulamento.

Além das amortizações que porventura venham a ser determinada por deliberação da Assembléia Geral de Cotistas do Fundo, a Cota Subordinada serão amortizadas, em Direitos Creditórios, sempre que o seu valor exceder a 25% (vinte e cinco por cento), sempre respeitando o limite mínimo de 20% de cotas subordinadas necessárias ao fundo.

- IX. **Estruturador:** responsável pela engenharia financeira do Fundo de Recebíveis. Projeto de todo o fluxo operacional do Fundo. No caso do FIDC das Lojas Colombo, atuaram como Estruturadores do fundo o Banco Bradesco e a Integral Trust.

No segmento de Operações Estruturadas, o Banco Bradesco S.A. desenvolve estruturas para segregação de riscos de crédito, via utilização de Sociedades de propósito específico (SPEs), aquisição de créditos, fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) e certificados de recebíveis

imobiliários (CRIs), bem como operações visando a menor utilização de capital de giro, aumento da liquidez, otimização dos custos financeiro e tributário, adequação a limites técnicos legais financeiros, desmobilização e financiamentos das empresas clientes.

Também atuaram a Integral Trust uma das empresas pioneiras em projetos de securitização e na estruturação dos primeiros FIDCs do mercado para bancos e empresas de grande porte.

- X. **Administrador:** a administração do fundo pode ser exercida por banco múltiplo, por banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, por banco de investimento, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários

No caso do FIDC Lojas Colombo, o Administrador do Fundo é a BEM – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda pertencente ao Banco Bradesco.

- XI. **Custodiante:** os FIDCs também contam com a figura do Custodiante, o qual é responsável por uma extensa gama de atribuições, tais como:

Verificar, em bases diárias, de que todos os recebíveis comprados pelo FIDC estão de acordo com os critérios de elegibilidade tais quais estabelecidos no regulamento do FIDC.

- Administrar e realizar todas atividades operacionais diárias do FIDC;
- Verificar da situação de todos os gatilhos de eventos de avaliação da transação;
- Realizar todas as transferências de dinheiro do FIDC;
- Executar todas as funções contábeis do FIDC, incluindo o preparo das demonstrações financeiras mensais e anuais;

- Calcular, diariamente, os valores das quotas e do patrimônio líquido do FIDC;
- Manter cópias exatas dos bancos de dados de final de mês da carteira de recebíveis adquiridos pelo FIDC;
- Monitorar a qualidade de crédito da carteira de recebíveis adquiridos pelo FIDC, incluindo o envio de notificações de pagamento aos tomadores dos empréstimos;
- Atuar como fiel depositário de todos os contratos que lastreiam os recebíveis cedidos ao FIDC; e outros.

No caso das Lojas Colombo, o Custodiante deve ser ao mesmo tempo o Correspondente Bancário. As atividades de cobrança serão exercidas pelo Bradesco através da figura do correspondente bancário. Para tanto, o Bradesco celebrou com a Lojas Colombo contrato de correspondente bancário, com a anuência da Credifar, para que seja efetuada, nos próprios estabelecimentos da Lojas Colombo, a cobrança de títulos bancários, incluindo os carnês de pagamento de obrigações que constituam Direitos Creditórios.

A cobrança via correspondente bancário é regulada pelo Contrato de Correspondente Bancário, bem como pela Resolução CMN nº 3.110, de julho de 2003, conforme alterada pela Resolução 3.156, de 17 de dezembro de 2003.

XII. **Auditoria Independente:** a auditoria tem a incumbência de comprovar os relatórios operacionais a ela fornecidos pelo cedente, pelo Administrador e pelo Custodiante, e de auditar os processos de concessão de crédito do cedente, da transferência dos recebíveis para a trust, e de cobranças.

No caso do Fundo em questão foi contratada a KMPG Auditores Independentes.

XIII. **Agência de Rating:** dada a complexidade da Estrutura, a presença da agência independente de classificação de risco fornece aos cotistas uma avaliação dinâmica, especializada e independente, sobre a qualidade das garantias, levando em consideração a segurança da estrutura, comportamento de recebíveis e os poderes do Agente Fiduciário no Zelo dos interesses dos cotistas.

Para proceder a uma classificação de risco de crédito, as Agências de Rating recorrem tanto a técnicas quantitativas, como análise de balanço, fluxo de caixa e projeções estatísticas, quanto a análises de elementos qualitativos, como ambiente externo, questões jurídicas e percepções sobre o emissor e seus processos.

O rating de qualidade de crédito atribuído a um fundo avalia o nível de proteção contra perdas decorrentes de inadimplência dos títulos em sua carteira. Os ratings de qualidade de crédito, que variam de 'brAAAf' (níveis elevado de proteção) a 'brCCCf' (nível mais baixo de proteção), baseiam-se na análise de fatores como: a qualidade geral de crédito da carteira; os riscos apresentados pelo fundo, relacionados às taxas de juros, à qualidade de crédito, à liquidez e à concentração, e ao risco cambial. O rating 'brAAAf' atribuído ao Lojas Colombo FIDC na Escala Nacional Brasil de classificação de fundos, expressa a qualidade geral de crédito do Fundo e baseia-se na abordagem de matriz de crédito derivada do histórico de inadimplência e de transição de ratings da Standard & Poor's. O rating 'brAAAf' atribuído ao Fundo indica que os títulos em sua carteira fornecem extremamente forte proteção contra inadimplência. O rating também reflete a qualidade dos recebíveis subjacentes, a proteção de crédito proporcionada pela subordinação de cotas (20%), o spread excedente (inicialmente em 23% a.a.) e a adequação dos mecanismos de esforço de qualidade de crédito (credit enhancement) baseados em diferentes cenários projetados.

Durante o processo de estruturação, a agência de Rating conduz uma análise profunda do grau de suficiência de fluxo de recursos para pagar os cotistas no prazo estipulado. Ao atribuir seus ratings, as agências se

concentram quase que exclusivamente na probabilidade de inadimplência e na pontualidade de do pagamento de juros e principal.

No caso do Fundo das Lojas Colombo, a Agência de Rating responsável detectou pontos fortes e pontos fracos

Pontos fortes

- A experiência da Lojas Colombo na concessão de crédito direto ao consumidor;
- A forte qualidade de crédito da carteira do originador;
- A robusta proteção de crédito fornecida pela subordinação de cotas (20%), *spread* excedente (inicialmente em 23% a.a.);
- sólida experiência do Banco Bradesco, como o custodiante, agente de recebimento, agente pagador e como o administrador do Fundo;
- A atuação da Lojas Colombo como Correspondente Bancário do Banco Bradesco, permitindo, assim, que os recursos devidos ao Fundo sejam recebidos nos próprios estabelecimentos da Lojas Colombo, porém sem risco de fungibilidade com os recursos do originador;

Pontos Fracos

- pode haver variações na qualidade de crédito do conjunto de ativos subjacentes.

No decorrer do processo, são efetuadas *due diligences* – vistas aos clientes em que se observam aspectos administrativos, operacionais, tecnológicos, mercadológicos e estratégicos.

- XIV. **Assessoria Jurídica:** analisar e assessorar os participantes da operação em aspectos legais e jurídicos.

XV. **Gestor:** o papel do gestor do fundo é o de proteger os interesses dos cotistas e gerenciar o fluxo de caixa do fundo diariamente, além de fiscalizar os demais prestadores de serviços. No caso de inadimplemento, deverá convocar assembléia de cotistas e tomar as medidas judiciais cabíveis, sempre em atendimento ao estipulado no regulamento do fundo.

XVI. **Assembléia de Cotistas:** de acordo com o regulamento do Fundo, a assembléia dos cotistas tem algum dos seguintes objetivos:

- Tomar anualmente, no prazo máximo de quatro meses após o início do exercício social, as contas do fundo e deliberar sobre as demonstrações financeiras deste;
- Deliberar sobre amortizações de Cotas não previstas neste Regulamento, bem como sobre a emissão de novas Cotas ou de novas séries de Cotas Seniores além das previstas neste Regulamento;
- Alterar este Regulamento, inclusive para prorrogar o prazo de duração do fundo;
- Deliberar acerca da substituição do Administrador e/ou da Gestora;
- Deliberar sobre o restabelecimento da taxa de administração que tenha sido objeto de redução; e
- Deliberar sobre incorporação, fusão, cisão, liquidação ou prorrogação.

4.3.3 A Estrutura do Fundo e os Fluxos Envolvidos

A figura abaixo procura demonstrar o comportamento dos diferentes fluxos do Fundo de recebíveis da rede de Lojas Colombo.

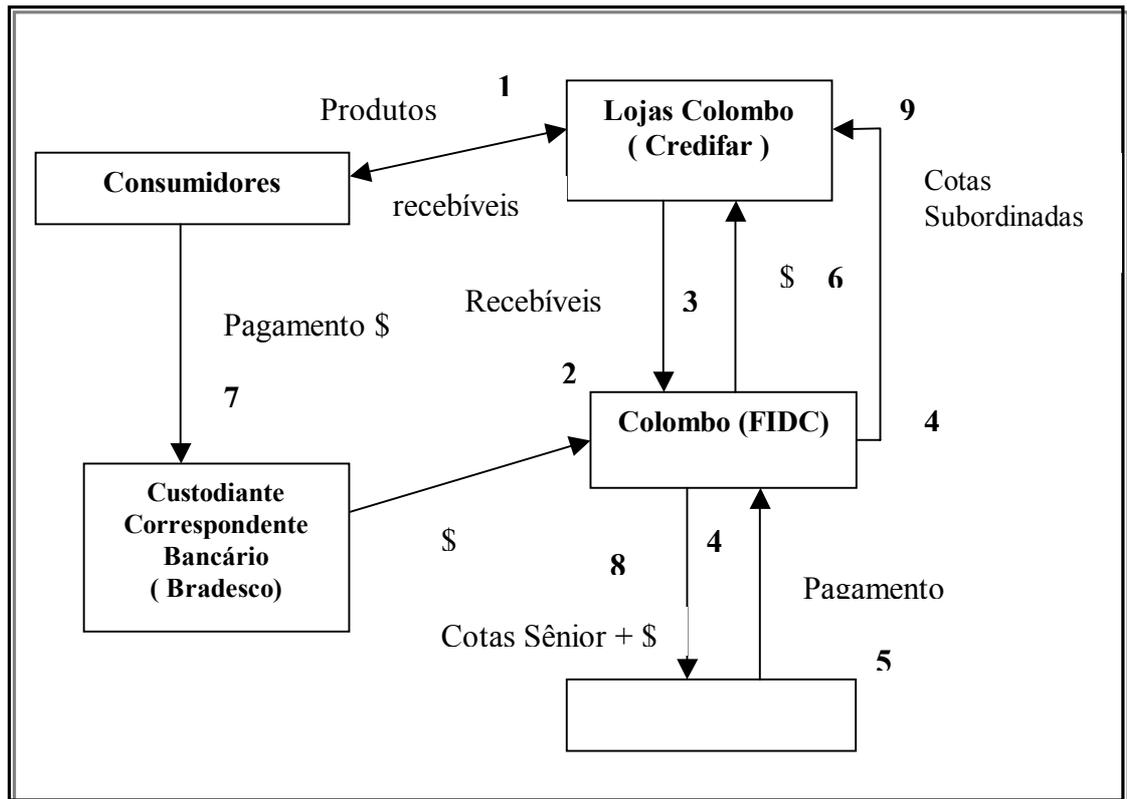


Figura 8 – Fluxo Esquemático do FIDC Lojas Colombo

Explicação do Fluxo Operacional de Recursos do Lojas Colombo FIDC

- 1) Os clientes das Lojas Colombo efetuam compra a prazo de produtos a prazo. A Rede para conceder crédito aos seus consumidores busca fazer uma análise cuidadosa ao conceder crédito direto ao consumidor (CDC). Nessa fase, serão analisados os seguintes aspectos:
 - a) Checagem rigorosa e completa de documentação;
 - b) alimentação do sistema eletrônico com os dados do cliente estabelecimento de limite de crédito;
 - c) Checagem eletrônica de registros no Serasa, etc;
 - d) Credit Scoring é a denominação dada aos modelos estatísticos utilizados na decisão sobre a aceitação de proponentes a um crédito. O sistema adotado pela Lojas Colombo divide os potenciais tomadores

de crédito em duas categorias: bons ou maus pagadores, com base nos quesitos ponderados (idade, profissão, renda, atividade profissional, tipo de residência, CEP, etc.) e toda e qualquer outra variável que a empresa/instituição que criar o credit scoring julgar relevante.

- 2) As Lojas Colombo FIDC é constituído tendo como propósito a compra de recebíveis do Originador (Lojas Colombo S/A e Credifar S/A). à medida em que forem vencendo as parcelas adquiridas na partida da operação, O Fundo aplicará os recursos arrecadados na compra de novos direitos creditórios elegíveis. Este mecanismo se repetirá mensalmente, exceto nos períodos em que estiver em formação o fundo de amortização, quando o Fundo passará a reter a parcela dos recebimentos necessários ao pagamento de obrigações perante os cotista
- 3) Cessão dos direitos creditórios pelas Lojas Colombo e Creditar ao Fundo. A Originadora possui carteira de ativos de crédito e efetua sua venda através da cessão de crédito ao Fundo. A cessão de direitos creditórios será realizada pela à vista e em caráter definitivo sem coobrigação do fundo.

Os direitos creditórios para serem comprados pelo fundo terão que se enquadrar nos seguintes aspectos, ou seja, respeitar os principais critérios de elegibilidade:

- a) Apresentar vencimento igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses e ao prazo de duração do Fundo;
- b) o total de Direitos Creditórios relativos a um mesmo cliente não pode exceder a R\$ 50 mil reais;
- c) os clientes não podem estar registrados no CCF, na SERASA ou no SPC, em razão de títulos protestados e inadimplência de obrigações;
- d) os clientes não podem estar inadimplentes nos termos de quaisquer Contratos de titularidade do Fundo;

- e) os clientes não podem apresentar nenhum pedido de falência concordata.
- 4) Emissão das cotas seniores e subordinadas do Lojas Colombo FIDC. No caso do Fundo das Lojas Colombo S/A. foi emitido 160 mil Cotas Sênior e 40 mil Cotas subordinadas. A emissão das cotas subordinadas é oferecida como reforço de garantia.
 - 5) Investidores integralizam as cotas seniores e os originadores as cotas subordinadas.

Contrariamente ao que acontece em instrumentos de dívida, um fundo não promete a seus investidores (cotistas) o pagamento de principal ou de juros em qualquer data específica. Assim, cada cotista espera somente receber uma remuneração alvo, que é somente um objetivo e não uma promessa. Conseqüentemente, o Fundo perseguirá uma remuneração alvo para os cotistas seniores igual à Taxa DI Over + um spread de 1% a.a.. As cotas subordinadas não terão uma remuneração alvo específica, porém se beneficiarão de todo o fluxo disponível no Fundo após o alcance da remuneração alvo das cotas seniores.

- 6) O fundo repassa o valor relativo à venda dos recebíveis para o originador, que estará captando recursos. Os Direitos Creditórios Elegíveis serão sempre adquiridos com um desconto (“Desconto”) sobre seu valor de face (principal mais juros das parcelas vincendas dos Contratos). O Desconto a ser praticado pelas partes deve sempre equivaler (i) a média dos juros (sejam eles implícitos ou explícitos) a serem pagos pelos respectivos clientes da Lojas Colombo a título de remuneração do principal do financiamento da venda até o final dos Contratos, e (ii) nunca poderá ser inferior à Taxa CDI acrescida de um spread de 10% (dez por cento) ao ano.
- 7) Clientes da Lojas Colombo efetuam o pagamento diretamente ao Banco Bradesco por meio do Correspondente Bancário. As atividades de cobrança serão exercidas pelo Bradesco através da figura do

correspondente bancário. Para tanto, o Bradesco celebrou com a Lojas Colombo contrato de correspondente bancário, com a anuência da Credifar, para que seja efetuada, nos próprios estabelecimentos da Lojas Colombo, a cobrança de títulos bancários, incluindo os carnês de pagamento de obrigações que constituam Direitos Creditórios.

- 8) Amortização das cotas seniores, incluindo remuneração alvo. As cotas seniores serão amortizadas em dezoito parcelas mensais após um período de carência de 18 meses contados a partir da data de emissão. Com a função de tentar prover ao Fundo ativo com a liquidez necessária para honrar as amortizações e/ou o resgate das cotas seniores nas datas previstas no regulamento, foi criada uma conta reserva de amortização e resgate. Essa conta terá de possuir outros ativos que não sejam direitos creditórios em montantes iguais a: 30% da próxima amortização prevista com 42 dias úteis de antecedência e 100% da próxima amortização prevista com 21 dias úteis de antecedência.
- 9) Após a amortização das cotas sênior, as cotas subordinadas só poderão ser amortizadas se realizadas caso a Reserva de Liquidez seja suficiente para atender a totalidade das amortizações programadas de Cotas Sênior.

4.3.4 Controle da Operação e Riscos Envolvidos

Para a operação de o Fundo ocorrer com sucesso, os Administradores do Fundo devem monitorar todos os determinantes de risco da estrutura do fundo,

O Custodiante da operação deve acumular bom conhecimento em estruturas desse porte. O Custodiante deverá zelar pela proteção dos interesses dos investidores, seja para prevenir – a tempo e hora – qualquer evento que indique a elevação de risco de inadimplência ou também na inibição de qualquer ato doloso ou omissivo da Administração do Fundo ou dos Cessionários (Lojas Colombo e Creditar).

Além disso, é necessários um monitoramento constante dos fluxos de recursos com privilegiado acesso do agente fiduciário à conta de cobrança dos recebíveis, além dos controles de periódicos exercidos por um auditor independente, este tendo pleno conhecimento dos deveres e atribuições que lhe são impostas na presente estrutura.

4.3.4.1 Eventos de Risco e Proteção

O Regulamento de emissão de um FIDC deve conter cláusulas sobre os riscos envolvidos na operação. Além disso, deve informar quais medidas de proteção que o fundo utiliza para mitigar tais riscos. No caso do Fundo das Lojas Colombo os riscos envolvidos são os seguintes:

4.3.4.1.1 *Riscos de Estrutura e dos Ativos*

Riscos de Conjuntura: Variáveis exógenas tais como a ocorrência, no Brasil ou no exterior, de fatos extraordinários ou situações especiais de mercado ou, ainda, de eventos de natureza política, econômica ou financeira que modifiquem a ordem atual e influenciem de forma relevante o mercado financeiro e/ou de capitais brasileiro, incluindo variações nas taxas de juros, eventos de desvalorização da moeda e mudanças legislativas, poderão resultar em perdas para os Condôminos.

Riscos Mercado: Nesse tipo de operação geralmente encontra-se o descasamento de taxas: Por exemplo, o Lojas Colombo FIDC aplicará suas disponibilidades financeiras preferencialmente em Direitos Creditórios e em modalidades financeiras de renda fixa que deverão compor sua carteira de ativos. Considerando-se que o valor das Cotas Seniores será atualizado, dentro do permitido pela rentabilidade da carteira a cada determinado momento, pela Taxa CDI acrescida da Sobretaxa, poderá ocorrer o descasamento entre as taxas de retorno (i) dos Direitos Creditórios e dos outros ativos integrantes da carteira do Fundo e (ii) das Cotas Seniores.

Além disso, deve-se observar que os Direitos Creditórios serão adquiridos pelo Fundo mediante deságio calculado a taxas prefixadas e a distribuição dos resultados da carteira do Fundo para suas Cotas tem como parâmetro a Taxa CDI acrescida da Sobretaxa, conforme previsto no Regulamento. Apesar de o Fundo manter, sempre que possível, operações com derivativos para proteger as posições detidas à vista, essa proteção pode não ser integralmente eficiente. Portanto, se a Taxa CDI se elevar substancialmente, os recursos do Fundo poderão ser insuficientes para pagar parte ou a totalidade da rentabilidade pretendida aos Condôminos titulares de Cotas Seniores.

Risco de Crédito Em um fundo de Direitos creditórios é necessário destacar o risco de inadimplência dos Clientes e não existência de co-obrigação ou garantia das Cedentes pela solvência dos Direitos Creditórios: Cada uma das Cedentes é responsável somente pela existência e boa formalização dos Direitos Creditórios cedidos ao Fundo, não assumindo quaisquer responsabilidades pelo seu pagamento ou pela solvência dos Clientes nos termos do Regulamento. Dessa forma, na hipótese de inadimplência, total ou parcial, por parte dos Clientes no pagamento dos Direitos Creditórios, poderá haver impacto resultante do não pagamento dos valores correspondentes aos referidos Direitos Creditórios, proporcionando prejuízos para o Fundo e, conseqüentemente, para seus investidores.

Risco de Liquidez: O Fundo está sujeito a riscos de liquidez no tocante às amortizações e ao resgate final de Cotas. O Fundo pode não estar apto a efetuar pagamentos relativos às amortizações e ao resgate final de suas Cotas no caso de (i) falta de liquidez dos mercados nos quais os títulos e valores mobiliários integrantes da carteira são negociados, ou (ii) condições atípicas de mercado.

Além disso no Brasil, não há um mercado secundário com liquidez para Direitos Creditórios. Caso o fundo precise vender os Direitos Creditórios, ou caso o investidor receba tais Direitos Creditórios como pagamento de resgate ou amortização de suas Cotas, (i) poderá não haver mercado comprador ou o preço de alienação de tais direitos poderá resultar em perda para o fundo ou, conforme o caso, (ii) o investidor poderá enfrentar demora na cobrança dos valores devidos

pelos Clientes Inadimplentes. Não há, portanto, qualquer garantia ou certeza de que será possível ao Fundo e aos investidores, conforme o caso, liquidar posições ou realizar os Direitos Creditórios, respectivamente, de sua carteira ou propriedade pelo preço e no momento desejados.

Risco Operacional Em razão da complexidade operacional própria dos fundos de investimento em direitos creditórios, não há garantia de que o Custodiante e o Fundo terão acesso irrestrito aos documentos comprobatórios dos Direitos Creditórios ou que as trocas de informações entre os respectivos sistemas eletrônicos se darão livres de erros. Caso qualquer desses riscos venha a se materializar, a cobrança ou realização dos Direitos Creditórios poderá ser adversamente afetada, prejudicando o desempenho do Fundo.

No caso do Lojas Colombo FIDC existe a separação (jurídica e formal) das atividades de cessão e cobrança.

Além dos Riscos da Estrutura, as Agências de rating, para emitir a qualidade de crédito do Fundo, analisam os riscos envolvidos na carteira. Os ratings das operações estruturadas como o FIDC das Lojas Colombo baseiam-se principalmente na qualidade de crédito de ativos isolados ou de carteiras de ativos. Para atribuir o Rating das Cotas do FIDC, as Agências de Rating analisam os riscos da carteira de ativos das Lojas Colombo FIDC.

A seguir os riscos associados a carteira de Ativos das Lojas Colombo FIDC.

Risco de Default do Devedor (Cliente) Normalmente, o histórico de inadimplência e o comportamento de baixas são os melhores indicadores da qualidade de crédito da carteira.

Risco de Diluição A expressão diluição é usada para se referir a qualquer redução não-caixa no valor de um recebível, que não seja decorrente de inadimplemento ou baixa. Devoluções de produtos, descontos em dinheiro, dotações para publicidade, descontos por quantidade, programas de fidelidade e disputas de preço constituem exemplos de diluição.. Para continuar competitiva, a

empresa devem conceder créditos diluentes. O nível de diluição é determinado por fatores, tais como a prática do setor e a complexidade do produto.

Risco de Custo de Manutenção da Carteira Em uma operação típica com empréstimo pessoal, é necessária uma reserva para cobrir juros e custos, tais como os de serviço e fiduciário, que serão incorridos durante o prazo de amortização. Para suprir esse risco o fundo foi estruturado com Reforços de Crédito como a Subordinação e o *spread* entre ativos subjacentes e as cotas seniores.

Risco de Fungibilidade: O risco de fungibilidade refere-se à possibilidade de os recebimentos serem fungíveis aos de outros recebíveis das Lojas Colombo e/ou da Credifar. Nesse caso, o risco de fungibilidade está totalmente mitigado, pois o custodiante do Fundo, o Banco Bradesco, recebe diretamente os recursos do pagamento dos clientes por meio da atuação da rede da Lojas Colombo como Correspondente Bancário.

Risco de Aspectos Relacionados à Administração:No caso do Lojas Colombo FIDC, o principal administrador não é o originador, mas uma entidade independente (a BEM – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda), que apresenta um bom histórico no mercado brasileiro.

4.3.4.1.2 *Reforço de Crédito e Eventos de Avaliação*

Para cobrir os riscos associados às carteiras de ativos como os do Fundo das Lojas Colombo, as agências de rating sugeriram a estruturação de um reforço da qualidade de crédito para o FIDC de acordo com nível de classificação de rating que permita o fundo . Esse reforço de crédito deverá permitir um suporte de crédito para os fluxos de caixa das cotas sênior e se dará na forma de subordinação estrutural e de *spread* excedente.

Além disso, caso ocorra um dos eventos abaixo, será considerado um evento de avaliação, que, por sua vez, obrigará o fundo interromper a recompra de

recebíveis e convocar uma Assembléia Geral de Cotistas para analisar se o evento em questão deverá se transformar em um evento de liquidação do Fundo.

Os Eventos de Avaliação mais relevantes são:

a. o nível mínimo de subordinação de 20% não é respeitado, ou seja, a proporção de cotas subordinadas não ser respeitada.

b. qualquer dos gatilhos de desempenho abaixo são acionados:

- a média móvel de três meses dos índice de inadimplência de cinco a 30 dias (definido como a razão entre o total de direitos creditórios vencidos e não pagos e o total de direitos creditórios vencidos) torna-se superior a 25%;
- média móvel de três meses dos índice de inadimplência de 31 a 60 dias (definido como a razão entre o total de direitos creditórios vencidos e não pagos e o total de direitos creditórios vencidos) torna-se superior a 10%;
- a média móvel de três meses dos índice de inadimplência de 61 a 90 dias (definido como a razão entre o total de direitos creditórios vencidos e não pagos e o total de direitos creditórios vencidos) torna-se superior a 7%;
- a média móvel de três meses dos índice de inadimplência de 91 a 180 dias (definido como a razão entre o total de direitos creditórios vencidos e não pagos e o total de direitos creditórios vencidos) torna-se superior a 5%.

Caso ocorra um dos seguintes eventos de Liquidação do fundo, será necessário comunicar os cotistas, interromper compra de ativos, interromper a amortização de cotas subordinadas e convocar Assembléia. Os eventos que acarretarão o encerramento das atividades do fundo são os seguintes conforme cita o regulamento dos fundos:

- a) a falência e reorganização das Lojas Colombo e/ou da Credifar;

- b) a rescisão do Contrato de Cessão;
- c) atraso superior a dois dias na amortização prevista das cotas seniores;
- d) rebaixamento superior a dois níveis na classificação de risco das cotas seniores;
- e) o nível de subordinação mínimo de 20% não é restabelecido no prazo máximo de cinco dias úteis;
- f) rescisão do Contrato de Correspondente Bancário;e
- g) qualquer dos gatilhos de desempenho abaixo são acionados:(citado no item B dos eventos de avaliação).

4.4 CUSTOS, COMISSÕES E OUTRAS DESPESAS

Os custos foram analisados tendo como base na Apresentação de Carlos Fagundes¹⁹, Diretor da empresa Integral Trust, no IBC e em emissões ocorridas no mercado brasileiro. Conforme a apresentação, os custos podem ser divididos da seguinte forma:

Custos Iniciais

- Estruturação e “ due diligence”
- Rating

Custos de Distribuição

- Comissões de Colocação

Custos Operacionais

- Taxas de Administração do Fundo
- Taxa de Custódia
- Rating Anual
- Auditoria do Fundo

¹⁹ Palestra realizada no IBC (*International Business Communications*) pelo Diretor da Integral Trust Carlos Fagundes.

Spread do Investidor

- Prêmio de Liquidez

Para uma operação de mesma duração, a seguir verifica-se os custos aproximados de um Fundo com duração similar aos do Lojas Colombo FIDC, segundo apresentação realizada no IBC pela Integral Trust. Os dados são ilustrativos para exemplificar como ocorre o levantamento de custos de um FIDC: Para o tabela abaixo considera-se uma emissão de R\$ 40 milhões.

Custos	Integrantes do Custo	Percentual
Custos Iniciais	Custos de Estruturação Rating	0,4 % a.a da Emissão
Custos de Distribuição	Comissões de Colocação	0,8% da Emissão (flat ²⁰)
Custos Operacionais	Taxa de Administração Taxa de Custódia Rating Anual Auditoria do Fundo	1,1% a.a do PL
Spread do investidor	Prêmio de Liquidez	1,4% a.a
Custos totais		3,7 % + CDI

A seguir, explica-se a composição dos custos apresentados na Tabela e os cálculos para se chegar ao percentual apresentado na Tabela.

Custos Iniciais: Segundo o seminário citado anteriormente, os custos iniciais incluem todo o processo de estruturação do Fundo, além do custo de rating da emissão.. A fase de estruturação envolve as análises de auditoria, integração de sistemas internos com os demais participantes da estrutura do fundo, elaboração do regulamento e , prospecto, seleção de recebíveis e registro na Comissão de

²⁰ Pressupor que as taxas de juros do mercado são constantes para qualquer prazo.

Valores Mobiliários. Destaca-se os custos com as Agências de Rating que irão emitir a classificação do Risco de Crédito.

Para se chegar ao valor da tabela utilizou-se a seguinte fórmula:

Custos Iniciais (Ci): 0,6% do valor da emissão

Prazo médio (Pm)²¹: 1,7 anos

Rateio de Custos (RC):

RC= 0,4 % a.a

$$RC =: Ci / Pm$$

Custos de Distribuição: São os custos envolvidos com registro no Bovespa-FIX/ SOMA-FIX, marketing do fundo (prospectos, pre-venda, seleção de cidades para divulgação do fundo (road Shows)).

Comissões (C0): 1,5% flat

Prazo médio (PM): 1,7 anos

$$RC = Co / Pm$$

RC: 0,8% a.a

Custos Operacionais: São os custos envolvidos com taxas de administração, taxa de custódia, Rating anual e auditoria do fundo. Para o exemplo citado.

Despesa Anual: 0,8% do Patrimônio do Fundo

Despesa sobre captação (DC) = Despesa Anual / Total de Captação (TC)

No exemplo acima considera que o total de Captação foi de 75% (0,75) da emissão do fundo de R\$ 40 milhões.

²¹ Média ponderada do tempo em que se espera receber os juros mais o principal da operação (Duration) baseado nos fluxos de caixa projetados

Custos Operacionais do Fundo (Co): 0,8% / 075

$$Co = DC / TC$$

CO = 1,1 % a.a

Spread do Investidor: é o valor da Remuneração que o Fundo promete ao investidor do fundo. Para esse custo, é considerado apenas a rentabilidade superior ao Benchmark . No caso acima, o fundo acima pagará a Taxa do CDI mais uma taxa pré-(fixada) de 1,4% a.a

De acordo com Diretor Financeiro das Lojas Colombo²², os Custos do Lojas Colombo FIDC ficam ao redor de 108%a.a do CDI (custos operacionais + Remuneração ao investidor (100% do CDI + 1,0% a.a), enquanto outras formas de captação de recursos custam aproximadamente 115% aa do CDI.

Segundo o capítulo XXII, do Regulamento do Lojas Colombo FIDC, constituem-se encargos e despesas o seguinte:

- a) taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do FUNDO
- b) despesas com impressão, expedição e publicação de relatórios, formulários e informações periódicas, previstas no presente Regulamento na regulamentação pertinente;
- c) despesas com correspondências de interesse do FUNDO, inclusive comunicações aos Cotistas;
- d) honorários e despesas do auditor encarregado da revisão das demonstrações financeiras e das contas do FUNDO, da análise de sua situação e da atuação do Administrador e da verificação da validade e guarda dos direitos creditórios cedidos ao FUNDO;
- e) emolumentos e comissões pagas sobre as operações do FUNDO; O honorários de advogados, custas e despesas correlatas feitas em defesa dos interesses do FUNDO, com juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação, caso o mesmo venha a ser vencido, exceto despesas relacionadas à cobrança judicial e extrajudicial dos (Direitos Creditórios pertencentes à carteira do FUNDO que estejam vencidos e não pagos, as quais serão arcadas exclusivamente dda Lojas Colombo;
- f) quaisquer despesas inerentes à constituição ou à liquidação do FUNDO OU realização de Assembléia Geral de Cotistas;
- h) taxas de custódia de ativos do FUNDO;
- i) a contribuição anual devida às bolsas de valores ou à entidade do mercado de balcão organizado em que o FUNDO tenha suas Cotas admitidas à negociação, na hipótese de vir a ser admitida a negociação das Cotas nesses mercados;
- j) despesas com a contratação de agência classificadora de risco; e

²² MULLER, Ricardo . **Informações sobre o Lojas Colombo FIDC**. Farroupilha, Sede Lojas Colombo S/A, 08 Agosto. 2005. Entrevista informal

k) despesas com profissional especialmente contratado para zelar pelos interesses dos Cotistas, na forma do inciso 1, do Artigo 31, da Instrução CVM nº 356. As despesas não previstas neste Regulamento como encargos do FUNDO devem correr por conta do ADMINISTRADOR.

Conforme o regulamento, as Lojas Colombo FIDC pagará pela prestação dos serviços de administração, incluindo gestão, custódia, controladoria e escrituração de Cotas, uma Taxa de Administração compreendida pelos seguintes valores, cumulativamente:

- a) taxa de 0,175% ao ano, calculada por dia à base de 1/252 e incidente sobre o valor diário do patrimônio líquido do FUNDO, taxa essa que em nenhum momento será inferior ao valor mensal de R\$ 28.000,00 .
- b) valor fixo mensal de R\$ 750,00
- c) valor de R\$ 300,00 por evento, assim considerado qualquer dia em que ocorra distribuição de rendimentos e/ou subscrição

A BOVESPA e a CBLC, acompanhando a tendência mundial de crescimento do uso de sistemas eletrônicos, oferecem os ambientes integrados para a negociação, liquidação e custódia de títulos de renda fixa privada, BOVESPA FIX e SOMA FIX, respectivamente mercado de bolsa de valores e de balcão organizado de renda fixa.

O custo para registro e manutenção dos fundos nos mercados Bovespa Fix (de títulos de dívida corporativa) e Soma Fix (balcão organizado de renda fixa) é de R\$ 6,5 mil²³ ao ano. Hoje, esses mercados, que operam com os fundos de recebíveis desde 2004, tem listadas 29 carteiras, que somam R\$ 3,8 bilhões em valor de mercado. Nos primeiros quatro meses do ano, esses títulos movimentaram R\$ 405,12 milhões, ante R\$ 421,03 milhões registrados ao longo de 2004.

²³ BELLOTO, Alessandra. Recebíveis Aquecem o Mercado Secundário. **Gazeta Mercantil**, Porto Alegre, 20 Maio 2005. Finanças e Mercado, p-B2

Para estimular a estruturação de novos fundos de recebíveis também é a intenção da Bovespa ao isentar, temporariamente, os fundos de taxas de registro e anuidade seus ambientes de renda fixa. O mercado secundário de FIDCs tem crescido substancialmente.

Com essa iniciativa, a BOVESPA e a CBLC, que tradicionalmente vêm atendendo ao mercado acionário, visam a oferecer aos emissores e demais participantes um ambiente mais transparente e líquido para a negociação desses ativos e, ao mesmo tempo, contribuir para o desenvolvimento de novas alternativas de financiamento para as empresas brasileiras.

4.5 BENEFÍCIOS DO FIDC

O financiamento estruturado, como o FIDC, é um instrumento importante para todas as partes envolvidas no processo, sobretudo ao originador dos recebíveis.

Devido às altas taxas de juro praticadas no Brasil, um universo muito grande de empresas não tem se utilizado de operações de crédito tradicionalmente oferecido pelos bancos para financiar as suas operações. Os FIDCs têm a possibilidade de alterar radicalmente este panorama, devido ao fato de que, ao ceder os seus recebíveis a um FIDC, tais recebíveis são cedidos sob um fundamento legal definido como "venda perfeita e acabada" (sem co-obrigação do cedente), ou seja, elimina-se o risco da cedente após a cessão. A cedente, por sua vez, recebe os fluxos advindos da venda das quotas do FIDCs aos investidores: ou seja, substitui-se o financiamento bancário por um instrumento de cessão de recebíveis. O pagamento de rendimento e principal das quotas adquiridas pelos investidores advém do pagamento, pelos sacados, dos recebíveis cedidos ao FIDCs.

Além disso, possibilita as empresas se capitalizarem a prazos maiores do que tivesse acesso às linhas tradicionais de empréstimos. Dessa forma, a empresa, como é o caso das Lojas Colombo, consegue alocar tais recursos no processo de

expansão de empresa. Também, esse tipo de operação “ off-balance” não afeta o nível de endividamento , visto esses recebíveis serem emitidos para fora do balanço e a empresa busca se capitalizar

O spread entre a rentabilidade bruta do direito creditório e a taxa de cessão quantifica o montante de antecipação de receita financeira por parte do originador.

A securitização de recebíveis tem vários benefícios para as sociedades originadoras dos recebíveis, tais como permitir o foco na atividade fim e assegurar uma fonte estável de financiamento, com liberação de linhas de crédito bancário, ampliação da base de investidores e melhora dos índices financeiros. Podemos somar a isso a eliminação do intermediário do mercado financeiro e a flexibilidade nas emissões de títulos de captação.

Há varias razões que levam um originador a securitizar seus ativos. São elas:

- **Acesso imediato a caixa:** De maneira mais ampla, em troca de receber caixa hoje por estar vendendo ABS(Títulos lastreados em ativos), o originador oferece o fluxo de caixa gerado pelo ativo-base ao longo da vida deste ativo.
- **Diversificação das fontes de captação de recursos:** A securitização pode ampliar a gama de alternativas de captação disponíveis para a companhia. Adicionalmente, em tempos de estresse financeiro ou durante um ciclo econômico de baixa, o mercado de ativos lastreados tende a ser muito mais aberto ao originador do que o mercado de dívidas não-garantidas.
- **Disponibilidade de captação com custos potencialmente mais baixos:** Em certos casos, a securitização pode resultar em custos diretos de captação mais baixos se comparados aos custos de empréstimos comuns, não garantidos. Isto depende do rating do originador (uma companhia com rating de alta qualidade pode ser capaz de tomar empréstimos sem garantias a um custo mais baixo).

- **Baixo Custo de capital:** A avaliação e a classificação da qualidade dos recebíveis por uma agência independente de rating são atributos que contribuem para que tais direitos creditórios tenham a transparência necessária na análise dos investidores e contribuam assim para um menor custo de capital. Este alto grau de institucionalização combinado com o fato de que são os recebíveis da empresa que estão sendo avaliados fazem com que seja possível antecipar recursos com taxas mais competitivas e prazos mais longos que os dos bancos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O ritmo de crescimento e de desenvolvimento de uma economia depende, entre outros fatores, dos investimentos gerados pelas empresas. No Brasil, no entanto, essas empresas apresentam grandes dificuldades para obtenção de recursos para o financiamento de suas atividades produtivas em razão do escasso volume de recursos disponibilizados para empréstimo, bem como pelo elevado custo de captação de recursos.

O presente trabalho teve como objetivo apresentar a estrutura e o fluxo operacional de uma operação de Securitização via Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios como uma operação alternativa de captação de recursos no mercado de capitais. Além de apresentar a estrutura operacional, o presente trabalho procurou demonstrar os riscos e as vantagens de uma operação como essa para as empresas que demandam tal operação. Utilizou-se como subsídio para realizar esse estudo um FIDC já existente no mercado, dando maior clareza aos objetivos propostos pelo trabalho.

Do ponto de vista da estrutura demandada para esse tipo de operação, verificou-se com esse trabalho que para a emissão de um FIDC é necessário uma estrutura operacional e regulamentar complexa. A necessidade de muitos mecanismos operacionais e de agentes que protejam os interesses dos Investidores e assegurem a eficiente securitização dos ativos elevam a complexidade e os custos para esse tipo de operação, ainda mais em um mercado incipiente como o do Brasil.

Com relação aos riscos, verifica-se que o FIDC torna-se um bom mecanismo de mitigação de risco de crédito para a empresa originadora dos recebíveis. Com o contrato de cessão do Fundo, a empresa cedente não será mais responsável pelo risco de crédito, visto que venderá seus recebíveis ao fundo de forma definitiva. Dessa forma, a empresa reduz o índice de endividamento e melhora seu risco de crédito, permitindo um aumento de seu limite de crédito junto às Instituições

financeiras. Além disso, alonga o prazo de captação de recursos, podendo investir na expansão dos negócios.

Em relação dos custos de emitir um FIDC, as empresas terão que avaliar muito bem suas alternativas de captação ou financiamento. A complexidade da estrutura, o longo tempo de projeto e o incipiente mercado encarecem esse tipo de operação. No entanto, o custo desse tipo de operação dependerá de empresa para empresa. Para a empresa estudada, o Fundo se tornou uma excelente alternativa de captação, conforme o próprio diretor da empresa afirmou., em razão não só de custos mais atraentes como também como uma excelente oportunidade de acesso ao mercado de capitais, sem a burocracia e as rigorosas exigências para o lançamento de ações ou debêntures.

Os FIDCs devem continuar crescendo no Brasil, pois proporcionam a um grande número de empresas uma alternativa viável de obtenção de fundos frente ao tradicional crédito bancário que por sua vez tem refletido as altas taxas de juro praticadas no país. A estrutura "blindada" contra o risco dos emissores das cotas, somada a uma rentabilidade maior que a média dos ativos de renda fixa disponíveis no mercado tem atraído um número cada vez maior de investidores. Essa estrutura é a responsável pelo forte crescimento dos FIDC no país, que já acumulam cerca de R\$ 7 bilhões em patrimônio, desde que foram lançados pela primeira vez em 2003.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, Maria Margarida de. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 144

ANDREZZO, Andrea Fernandes e LIMA, Iran Siqueira, **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**, São Paulo, Editora Pioneira, 1999, 338 p.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 2001. 356p.

BELLOTO, Alessandra. Recebíveis Aquecem o Mercado Secundário. **Gazeta Mercantil**, Porto Alegre, 20 Maio 2005. Finanças e Mercado, p-B2

BHATTACHARYA, Anand K. Andd FABOZZI, F.J.; **Asset-Backed Securities**. Pennsylvania: Frank j. Fabozzi Associates, 1996. 402p.

CAUQUETTE, John B; ALTMAN, Edward I., E NARAYANNAM, Paul. **Gestão de Risco de Crédito**. Rio de Janeiro Qualitymark. 1 Ed. 2000, 500 p.

FAGUNDES, C. **Securitização de Recebíveis em Projetos Imobiliários**. São Paulo, IIR Conferences, 11 Dez. 2000. / Palestra proferida por ocasião do seminário .Viabilize Investimentos no Mercado Imobiliário., São Paulo, 2000.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark. 16° ed. 2005, 848 p.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. São Paulo: Editora Atlas. 1994.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 3ª. ed. São Paulo: Harbra, 1997, 781p

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Pesquisa Mensal de Comércio – Setembro 2005: Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/comercio/pmc/default.shtm> >. Acesso em: 20 de Outubro 2005.

JORION, Philippe. **Vale at Risk. A nova fonte de referencia para a gestão do risco financeiro**. Editora BMF, 2003

KOTHARI, V. **Securitisaton: the financial instrument of the new millenium**. Calcutta: Academy of Financial Services, 1999. 498p.

LOPES, João e. ROSSETI, Jose. **Economia Monetária**. E ed. Rev. Ampl. E atual. São Paulo: Atlas, 1998.

MULLER, Ricardo . **Informações sobre o Lojas Colombo FIDC**. Farroupilha, Sede Lojas Colombo S/A, 08 Agosto. 2005. Entrevista informal.]

MULLER, RICARDO.[e-mail]. 25/11/2005, Lojas Colombo [para] Felipe Muratore Bicca, Banco Sicredi. 2 p.. Informações sobre o FIDC.

NETO, L. A. S. **Guia de Investimento: planejando a poupança – avaliando riscos**. São Paulo:Atlas, 2003

NETO, José Barreto da Silva e JABUR, Renato Pinheiro. A securitização e o fundo de recebíveis. **Valor Econômico**, São Paulo 12 març. 2003. Legislação & Tributos

ROSS, S. A.; Westerfield, R.W.; Jafle, J. F. **Administração Financeira**. São Paulo:Atlas, 1995

SANTOS, J. E. **Mercado Financeiro Brasileiro**. São Paulo: Atlas, 1999

SECURATO, Jose Roberto. **Crédito: Análise e Avaliação de Risco – Pessoas Físicas e Jurídicas**. 1° ed. São Paulo: Saint Paul, 2002. 355 p

VAN HORNE, J. C. **Fundamentos de administração financeira**. Rio de Janeiro: Prentice Hall, 1984

PINTO, Claudia Alessandra de Souza. **Securitização de Recebíveis: uma alternativa para captação de recursos no mercado de capitais**. 1999. 87 f. Trabalho de Conclusão deo Curso de Graduação em Administração–Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 1999.

YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 2ª ed. Porto alegre: Bookman, 2001

LISTA DE ANEXOS

Anexo 1–E-mail da Empresa

Anexo 2– *Currículum Vitae*

ANEXOS

ANEXO -1- E-MAIL ENVIADO PELO DIRETOR FINANCEIRO

-----Mensagem original-----

De: Muller, Ricardo - Diretor Financeiro [mailto:Muller@colombo.com.br]

Enviada em: sexta-feira, 25 de novembro de 2005 17:26

Para: felipe_bicca@sicredi.com.br

Assunto: RES: Trabalho sobre FIDCs

Poderia me dizer se foi melhor como alternativa de captação essa parceria com Bradesco do que a emissão do fundo?

A parceria com o Bradesco é uma fonte ainda mais barata de captação do que o custo do FIDC, razão pela qual, é melhor alternativa do que o Fundo.

A meta de captação de recursos foi atingida?

Sim, a meta foi atingida e vale dizer que a operação funcionou muito bem

A Colombo, antes do FIDC, apenas captava recursos via Mercado Bancário Tradicional?

Sim, a captação da Colombo era nas formas tradicionais de suprimento de recursos (KG, 63, CDCI, etc)

Teve algumas desvantagens para a Empresa Criar um FIDC?

Não, pelo contrário, a redução de custos verificada foi vantajosa para a empresa, além do fato de ter colocado a Colombo no meio financeiro como uma empresa de ponta.

* Custos

O FIDC resultou para a Colombo em uma importante ferramenta de captação a um menor custo financeiro, haja vista que somados os custos de estruturação e administração à remuneração do investidor, o custo final fica na casa de 108% do CDI, o que significa uma redução significativa em relação aos 115% de outras fontes de recursos.

* Objetivos da Empresa ao lançar um FIDC

Com o lançamento de FIDC, a empresa buscou viabilizar uma fonte de recursos com custos mais atraentes do que os disponibilizados pelo mercado financeiro.

* FIDC como alternativa de Financiamento Bancário

O FIDC não se constitui propriamente numa alternativa de financiamento bancário e sim, em uma fonte de captação, a partir de recursos de investidores qualificados, que são remunerados pela valorização das cotas do fundo.

* vantagens de um FIDC

A principal vantagem do FIDC está no custo que, comparativamente a empréstimo bancário, tem vantagens. Outro fator importante está no fato de ser uma operação "off-balance", ou seja, não compromete índices de endividamento da empresa, haja vista sua configuração.

* Estrutura do FIDC

O FIDC da Colombo é estruturado a partir de recebíveis performados de clientes da companhia, os quais vão dar suporte aos ativos da carteira do FIDC e que serão o "lastro" para as operações de venda das cotas de participação dos diversos investidores. Como garantia de performance para o fundo, a Lojas Colombo S/A, participa como investidora com 40.000 cotas (cotas subordinadas) na composição do capital do Fundo.

* Composição.

O FIDC Lojas Colombo foi estruturado com 160.000 cotas seniores e 40.000 cotas subordinadas, com valor inicial de R\$ 1.000,00 cada cota.

ANEXO 2 –CURRICULUM VITAE

FELIPE MURATORE BICCA

Solteiro, 26 anos
Rua Castro Alves, 549 / apto. 12. Porto Alegre - RS
☎: (51) 3332-1172 – 96 61 68 91
Email: muratorebi@yahoo.com.br

● ÁREA DE ATUAÇÃO

Administração Financeira

● Qualificações Profissionais

- ◆ Análise de Cenários Macroeconômicos;
 - ◆ Realização e acompanhamento de Operações no Mercado Financeiro na área de Tesouraria de Banco.
 - ◆ Execução de Operações Financeiras;
 - ◆ Auxílio a compradores em área de Suprimentos de Grande Indústria.
 - ◆ Boa habilidade em Negociação;
 - ◆ Atuação em Prospecção e Suporte a clientes;
-

● Experiência Profissional

Empresa: Banco Cooperativo SICREDI S.A

Período: desde 02/05/2003 á (em andamento)

Cargo Inicial: Estagiário na área de Tesouraria do Banco.

Cargo Atual: Operador de Mercado Financeiro na área de Fundos e Carteiras de Investimentos

Empresa: Grupo Avipal

Período: 12/2002 a 05/2003

Cargo: Estagiário na área de Suprimentos

Empresa: Sitemidia – Internet Marketing

Período: 01/04/02 á 01/10/2002

cargo: Estagiário na Área Comercial

Conhecimentos de Informática

- Excel: Avançado
- Word: Avançado
- Power Point
- Access
- Redes: Curso de Redes no SENAI pela Cisco System
- Outlook

Conhecimentos de Línguas

- ◆ Língua Inglesa - Nível Intermediário

Porto Alegre, Dezembro de 2005.

TRABALHO APRESENTADO EM BANCA E APROVADO POR:

Conceito Final:

Porto Alegre, de de

Professor Orientador:

Disciplina:

Área de Concentração:

Disciplina: