

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

**PROGRAMA DE ESTUDOS PÓS GRADUADOS EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E
FINANCEIRAS**

CONTROLADORIA ECONÔMICA DE GESTÃO E FINANÇAS CORPORATIVAS

CELSO AUGUSTO GAMBÔA

**O IMPULSO DA SECURITIZAÇÃO NO BRASIL DEPOIS DA
REGULAMENTAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS
CREDITÓRIOS**

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E FINANCEIRAS

Orientador: Prof. Dr. RUBENS FAMÁ

SÃO PAULO

2011

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

**O IMPULSO DA SECURITIZAÇÃO NO BRASIL DEPOIS DA
REGULAMENTAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS
CREDITÓRIOS**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo de exame para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Financeiras, sob orientação do Prof. Dr. Rubens Famá

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

SÃO PAULO

2011

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Rubens Famá, que foi mais que um orientador, foi um grande incentivador para que eu conseguisse concluir este trabalho.

Ao Prof. Dr. José Roberto Securato e ao Prof. Dr. José Carlos Augusto Luxo, pelas valiosas observações e sugestões.

A Orlando Augusto Gambôa e Leonilda Ziani Gambôa, meus pais e meus primeiros incentivadores.

Ao amigo Prof. José Milton Almeida da Silva, que foi um dos responsáveis por eu ter iniciado este trabalho.

À Mara Ligia Dinelli Gambôa, minha esposa e Marcela Ramos de Oliveira Gambôa, minha filha, pelo apoio, incentivo e carinho que recebi durante esta jornada. À elas, de todo meu coração, dedico este trabalho.

RESUMO

A securitização de recebíveis é uma forma de estruturação financeira que permite à uma empresa, com recebíveis, levantar recursos no mercado financeiro usando estes recebíveis como lastro.

Esta operação financeira teve início no Brasil com a mesma estrutura do mercado financeiro internacional e, posteriormente, foi alterada pela a regulamentação dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC.

Esta modalidade de fundo de investimento foi a primeira, no Brasil, que permitiu o funcionamento de fundos com classes de cotas distintas, a cota senior e a cota subordinada.

Apresenta-se neste trabalho, uma pesquisa com o levantamento do volume financeiro das transações de securitização de recebíveis, no Brasil, antes e depois da regulamentação dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC, constatou-se que houve um grande aumento nesta modalidade de operação financeira no segundo período, comparado ao primeiro.

Também foi feito um levantamento do saldo das operações de securitização no Brasil e comparado com o saldo das operações de crédito dos bancos no Brasil.

O volume anual de securitização também foi comparado com PIB – Produto Interno Bruto do Brasil.

Investigou-se através deste trabalho, as causas do grande aumento no volume financeiro das transações de securitização de recebíveis, no Brasil, após a regulamentação dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC.

Palavras Chave: securitização, FIDC, recebíveis, direitos creditórios, operação estruturada.

ABSTRACT

The securitization of receivables is a form of financial engineering that allows a company with receivables, to raise funds in the financial markets using these receivables as guarantee.

This type of financial transaction began in Brazil, with a similar structure to the international financial market, which was subsequently amended with the regulation of Investment Funds in Credit Rights – IFCR.

This type of investment fund in Brazil was the first that allowed funds with different types of share, senior and subordinate quotations, to work together.

It is shown in this study a research with the financial amount of receivables securitization transactions in Brazil before and after the regulations of the Investment Funds in Credit Rights – IFCR, which brought forth a large increase in this type of financial transaction on the second period, compared to the first.

This study investigated the causes of the increase on the amount of financial transactions with receivables securitization in Brazil after the regulation of Investment Funds in Credit Rights – IFCR.

Key-Words: securitization, IFCR, receivables, Credit Rights structured transaction.

SUMÁRIO

Agradecimentos	página ii
Resumo	página iii
Abstract	página iv
Sumário	página v
Lista de Quadros	página vi
Lista de Gráficos	página vi
1 INTRODUÇÃO	
1.1 Contextualização	página 1
1.2 Problema de Pesquisa	página 4
1.3 Objetivo	página 5
1.4 Justificativa	página 5
1.5 Metodologia	página 6
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	
2.1 A Geração de Recebíveis pelas Empresas	página 8
2.2 Captação de Recursos pelas Empresas Utilizando Recebíveis	página 9
2.3 Securitização de Recebíveis	página 11
3 PESQUISA	
3.1 Fonte, Coleta e Tratamento dos Dados	página 23
3.2 Análise dos Resultados	página 25
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	
4.1 Conclusões	página 36
4.2 Limitações	página 37
4.3 Sugestões	página 37
5 BIBLIOGRAFIA	página 38
Anexo I	página 44
Anexo II	página 68
Anexo III	página 69

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Comparativo entre FIDC e FIDC-NP	página 3
Quadro 2– Comparativo entre FIDC e FIDC-NP em Número de Fundos	página 4
Quadro 3 – Securitização Casas Bahia	página 16
Quadro 4 – Comparativo de Rating	página 16
Quadro 5 – Securitização Banco Pine	página 19
Quadro 6 – Prospecto de Distribuição FIDC Pine	página 30

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 –Volume de Securitização no Brasil	página 27
Gráfico 2 – Volume de FIDC no Brasil	página 32
Gáfico 3 – Quantidade de Operações de FIDC no Brasil	página 33
Gráfico 4 – Correlação entre volume de operações de crédito e volume de operações de FIDC	página 34
Gráfico 5 – Correlação entre PIB e montante anual de FIDC	página 35
Gráfico 6 – Securitização no Brasil	página 67
Gráfico 7 – Correlação Securitização x Operações de Crédito	página 68
Gráfico 8 – Correlação Securitização x PIB	página 70

1 – INTRODUÇÃO

1.1 – Contextualização

O termo securitização foi citado pela primeira vez no “*The Wall Street Journal*” em 1977, quando profissionais do mercado financeiro internacional definiram securitização como a prática de estruturar e vender investimentos negociáveis, de forma que qualquer risco que, normalmente, seria absorvido por somente um credor, fosse distribuído entre diversos investidores. Ou seja, securitização foi o termo utilizado para descrever o processo em que as empresas que, normalmente, tomavam empréstimos do sistema bancário, passassem a levantar recursos no mercado de capitais, através de emissões de valores mobiliários. Essas empresas “*securitizaram*” suas dívidas, isto é, seus passivos passaram a ser constituídos por seus títulos, que eram *securities* emitidos no mercado e não mais por empréstimos.

Este primeiro passo foi o início do processo da constante evolução da tecnologia de securitização. Em seguida, instituições financeiras desenvolveram mecanismos para vender empréstimos de suas próprias carteiras de crédito, este processo é conhecido como transferência de risco de crédito. O resultado deste processo é a transferência de ativos de uma instituição, Originador, para terceiros, Investidores, os quais financiam a compra destes ativos através da emissão de instrumentos financeiros negociáveis lastreados a esses ativos. Essa transferência é caracterizada pela venda dos ativos e sem direito de regresso do crédito ao Originador.

Desta maneira, criou-se uma nova forma para as empresas se financiarem, além do que, com a securitização, elas não ficam restritas aos recursos do sistema financeiro, ou seja, os bancos. A securitização permite que as empresas tomem recursos no mercado de capitais, passando a ter acesso, também, aos recursos dos investidores institucionais.

A securitização de recebíveis no mercado financeiro internacional teve origem na década de 70 do século passado e, no Brasil, foi regulamentada em 1993, porém poucas operações ocorreram naquela época. Por outro lado, este tipo de operação cresceu rapidamente na Europa e Estados Unidos.

Os Fundos em Direitos Creditórios foram criados no Brasil em 2001, por conseguinte houve um grande aumento deste tipo de operação. Em 2006, o Brasil tornou-se o maior mercado de securitização de recebíveis na América Latina, quando ultrapassou o México.

Segundo a CVM - Comissão de Valores Mobiliários, no Brasil o volume anual de novas operações com FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios era por volta de R\$ 150 milhões em 2002 e atingiu R\$ 10 bilhões em 2010.

O volume de securitização de recebíveis no mercado financeiro internacional é maior do que no Brasil. Nos Estados Unidos o volume de securitização de recebíveis imobiliários atingiu seu auge em 2008, com cerca de US\$ 15 trilhões, o que representava o valor do PIB daquele país.

A securitização de recebíveis nos demais setores da economia nos Estados Unidos avançou de US\$ 122 bilhões em 1998, para US\$ 3 trilhões em 2005. No mesmo período, na Europa, este tipo de operação avançou de US\$ 40 bilhões para US\$ 319 bilhões, o que comprova o quão rapidamente cresceu o mercado internacional de securitização de recebíveis.

As operações de securitização como se conhece hoje, tiveram início em 1970 nos Estados Unidos, com a securitização de hipotecas no setor imobiliário. Em 1985, também nos Estados Unidos passou-se a fazer a operação de securitização de recebíveis com outros setores de atuação, como o de leasing de computadores. A primeira operação, no Brasil, foi em 1993, quando a Mesbla *Trust* S.A. fez a securitização de recebíveis dos cartões de Crédito da loja de departamentos Mesbla.

No Brasil, esta primeira operação de securitização de recebíveis mostrou que a estrutura da operação era muito eficiente, pois a Mesbla entrou em concordata em 1995 e faliu em 1999, sem que os investidores, na securitização de recebíveis, tivessem qualquer perda, pois havia a segregação entre a Mesbla S.A. e a Mesbla *Trust* S.A. O fluxo de recebíveis que havia sido comprado pela Mesbla *Trust*, foi usado para pagar os investidores da securitização, eles não entraram para a massa falida da Mesbla.

Em dezembro de 2001, a CVM - Comissão de Valores Mobiliários editou a Instrução CVM nº 356, a qual criou um novo tipo de fundo de investimentos, os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC. No Brasil, este foi o primeiro tipo de fundo que aceitou classes com cotas distintas: a classe senior, que tem preferência para receber as cotas e a classe subordinada, que resgatará suas cotas, somente após o resgate total das cotas seniores. Até aquela data, no Brasil, não se permitia que houvesse diferença entre os cotistas dos fundos de investimentos. Todos tinham de ser iguais e ter os mesmos direitos, o que

impedia a criação de fundos com classes de cotas, que era muito comum no mercado financeiro internacional.

No final de 2006, a CVM - Comissão de Valores Mobiliários editou a Instrução CVM nº 444. Esta instrução criou o FIDC-NP Fundo de Investimento em Direito Creditório Não Padronizado, cujo ativo pode ter qualquer tipo de recebível, desde que fique estabelecido no regulamento do fundo, qual será o tipo de recebível que o fundo adquirirá.

Temos, no quadro a seguir, o volume em R\$ milhões no final de cada ano de operações, em aberto, em FIDC - Fundo de investimentos em Direitos Creditórios e FIDC-NP Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizados, no período compreendido entre 2008 e 2010. Os dados foram coletados na CVM - Comissão de

Quadro 1 - Comparativo entre FIDC e FIDC-NP (valores em R\$ milhões)

ANO	FIDC		FIDC-NP		TOTAL
	Valor		Valor		
2008	28.956	73%	10.473	27%	39.429
2009	30.390	55%	25.184	45%	55.574
2010	38.619	66%	20.249	34%	58.868

Elaborado pelo Autor

Apresenta-se, no quadro a seguir, o período compreendido entre 2008 e 2010, com a quantidade de fundos que havia no final de cada ano com operações, em aberto, em FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios e em FIDC-NP Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizados. Os dados foram coletados na CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

Quadro 2 - Comparativo entre FIDC e FIDC-NP em Número de Fundos

Ano	FIDC		FIDC-NP		TOTAL
	Quantidade		Quantidade		
2008	171	85%	31	15%	202
2009	267	81%	62	19%	329
2010	248	81%	57	19%	305

Elaborado pelo Autor

Comparando-se os dois quadros apresentados, observa-se que as operações de FIDC - NP Fundos de investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizados ocorreram em menor quantidade, porém em média, apresentaram um volume superior às operações de FIDC - Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, por causa das características de cada tipo de fundo.

1.2 – Problema de Pesquisa

Depois da regulamentação dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios no Brasil, constatou-se que houve um grande acréscimo nas operações de securitização de recebíveis. O problema de pesquisa apresentado neste trabalho é: “O que causou este grande crescimento nas operações de securitização de recebíveis, no Brasil, após o advento dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios?”

A securitização de recebíveis no Brasil já existia desde 1993, porém com volumes pouco expressivos e, após 2002, justamente com a regulamentação dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, é que ocorreu um expressivo e contínuo aumento deste tipo de operação financeira.

O problema de pesquisa deste trabalho é determinar as causas deste crescimento nas operações de securitização no Brasil, quando começou a vigorar a legislação sobre Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios.

1.3 – Objetivo

O objetivo central deste trabalho é solucionar o problema de pesquisa, qual seja determinar o que ocorreu no mercado financeiro brasileiro, para que os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios tivessem um rápido e elevado impulso, logo após a sua regulamentação.

Um objetivo secundário deste trabalho é ajudar na divulgação da operação de securitização de recebíveis, como uma alternativa para as empresas buscarem recursos para se financiarem fora do sistema de crédito tradicional junto aos bancos, passando a acessar o mercado de capitais.

Algumas empresas, quando necessitam captar recursos, tendem a usar a alternativa mais óbvia, que é o financiamento através de um banco. A alternativa da securitização de recebíveis não é, usualmente, lembrada pelos empresários, como uma forma de financiamento. Deve-se ressaltar que a securitização não necessita da tradicional aprovação de limite de crédito junto a um banco. A empresa pode se financiar sem tomar seu limite de crédito junto ao sistema financeiro de crédito tradicional, pois a securitização de recebíveis é uma forma de buscar recursos no mercado de capitais, principalmente, junto aos investidores institucionais, porque eles possuem recursos para serem aplicados em operações financeiras de longo prazo.

1.4 – Justificativa

A grande maioria dos trabalhos e estudos sobre securitização de recebíveis no Brasil tem como base as operações após 2002, quando foi criado o Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios, porém eles não consideram o período inicial, entre 1993 e 2001. Pretende-se, com este trabalho, contribuir com o registro das causas que levaram a um baixo volume de transações naquele primeiro período da securitização de recebíveis no Brasil. Mostra-se, portanto, um período mais abrangente do que o pós 2002, quando aconteceu o grande volume de operações de securitização.

O tema securitização de recebíveis é recente no Brasil, tem menos de vinte anos, porém há um crescente interesse sobre o assunto. Desde 1995, o número de artigos,

dissertações e teses sobre o tema estão aumentando no Brasil. Este fato se deu após a divulgação dos trabalhos de Gambôa (1995), Vian (1997), Borges (1999), Chinen (2002), Noronha (2004), Luxo (2007), Pinheiro (2008) e Souza (2010). Este trabalho aborda a securitização de recebíveis no Brasil desde 1993 até o final de 2010. Em 1993 foi quando ocorreu a primeira operação do gênero no país, que foi a securitização da Mesbla Trust. Separa-se o período compreendido entre 1993 até 2010 em duas partes, a primeira de 1993 até 2001, quando o volume de operações de securitização de recebíveis era baixo e a segunda parte de 2002 até 2010 com um grande volume deste tipo de operação financeira.

1.5 – Metodologia

Iniciou-se o trabalho com uma pesquisa sobre a quantidade anual de operações e o volume financeiro delas, no período de 1993 até 2001. Fez-se uma comparação com o período após 2002, até os dias atuais. Nesta pesquisa foram desconsideradas as operações com Fundos de Investimentos em Cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, para que não houvesse duplicidade de valores. Portanto a pesquisa abrangeu apenas os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios.

Efetou-se esta pesquisa na Comissão de Valores Mobiliários - CVM e também na Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – Anbima.

O tipo de estudo é exploratório com pesquisa quantitativa e qualitativa. Fez-se um levantamento quantitativo para mensurar o grande aumento das operações de securitização de recebíveis no Brasil após a criação dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios. A pesquisa qualitativa explica a variação nos montantes encontrados no levantamento quantitativo. A abordagem da dissertação, após a constatação e comprovação da elevação dos volumes da securitização de recebíveis, é para explicar o motivo da elevação dos volumes desta transação financeira.

Calculou-se a correlação entre o volume de operações de FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios com o volume de operações de crédito efetuado pelos bancos. Assim como se calculou a correlação entre o volume de novas operações de FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios com o PIB - Produto Interno Bruto do Brasil.

Finalmente, calculou-se a correlação entre o PIB - Produto Interno Bruto do Brasil e o volume de operações de crédito efetuado pelos bancos.

Diferentes ângulos foram abordados para evidenciar o aumento das transações de securitização de recebíveis, no Brasil, após a criação dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios. Comparou-se o impacto fiscal na transação, antes e depois da criação do Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios, para o investidor desta transação financeira.

Segundo Pinheiro (2008), os benefícios de uma operação de securitização de recebíveis para o originador dos ativos são: redução do requerimento de capital, ou arbitragem de capital, redução do endividamento, transferência de riscos, aumento do retorno sobre o patrimônio, redução de custos de captação, diversificação de fontes de captação, liquidez, benefícios tributários e aceleração de receitas.

O trabalho foi baseado em livros de vários autores, assim como em publicações da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, da Anbima – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. Também se baseou em publicações de jornais e revistas sobre a securitização de recebíveis, no Brasil, além de teses de doutorado sobre o assunto.

Em adição a isto, abordam-se exemplos de empresas que efetuaram este tipo de operação.

2 - FUNDAMENTAÇÕES TEÓRICAS

2.1 – A Geração de Recebíveis pelas Empresas

Segundo Matias (2007), recebíveis são todos os direitos de recebimento gerados por vendas a prazo.

No Brasil, as empresas, normalmente, concedem um prazo para que seus clientes efetuem os pagamentos devidos, eles são oriundos de venda de bens ou serviços das empresas. Estes recebíveis, ou direitos de recebimento, podem ser constituídos das mais variadas formas, sendo que as duplicatas, cheques pré-datados, fatura contra administradora de cartão de crédito ou parcelas de crediário, são os mais usuais.

Estes recebíveis podem existir fisicamente, que é quando eles são impressos, ou pode ser apenas escritural, que é quando eles não são impressos.

De acordo com Malta (2005), não existe qualquer dúvida quanto ao aspecto jurídico no que se refere à exigibilidade de um recebível escritural emitido em arquivo eletrônico e não fisicamente. Este recebível, em caso de não pagamento em sua data de vencimento, poderá ser protestado ou executado judicialmente assim como qualquer outro recebível emitido fisicamente e de forma impressa.

Malta (2005) também ressalta o crescente aumento do comércio eletrônico, com as vendas pela internet, caso em que, normalmente, não se emite e nem se envia duplicatas ao comprador. A cobrança é feita eletronicamente e a duplicata emitida em arquivo eletrônico, o que já é contemplado pela legislação brasileira através da lei nº 5.474, que obriga o registro da duplicata, o que pode ser feito de forma escrita ou por meio de arquivo eletrônico.

Conforme Hoji (2001), o prazo concedido pela empresa vendedora de bens ou serviços é parte integrante do seu ciclo operacional, o qual se encerra com a entrada de caixa na empresa como resultado da liquidação financeira do recebível.

Sendo assim, as empresas brasileiras possuem um grande volume de recebíveis contabilizados em seus ativos.

Na maioria dos casos, as empresas, no Brasil, se utilizam dos bancos para guarda e cobrança destes recebíveis. As empresas podem esperar a data do vencimento dos seus recebíveis para receberem este caixa, ou podem antecipar a entrada deste caixa através de uma transação financeira.

2.2 – Captações de Recursos pelas Empresas Utilizando Recebíveis

As empresas, historicamente, procuram a melhor forma de se financiarem, tanto na quantidade de capital próprio, quanto na quantidade de capital de terceiros. Elas também procuram as melhores formas e modalidades para encontrar estes recursos.

Um marco, importante neste sentido, apareceu em meados do século passado com Modigliani e Miller (1958).

O trabalho inicial de Modigliani e Miller (1958) foi baseado na formulação da demonstração de duas propostas sobre o relacionamento entre a estrutura de capital e o valor da empresa, bem como entre a estrutura de capital e as decisões de investimento da empresa.

A formulação inicial, de Modigliani e Miller (1958), mostrou que a proporção de capital de terceiros em relação ao capital próprio de uma empresa é irrelevante para a determinação do valor de mercado da empresa. Posteriormente, Modigliani e Miller (1963) alteraram o trabalho inicial que continha uma taxa de imposto zero, para uma taxa maior. A conclusão final deste trabalho foi de que uma empresa deveria investir em projetos que oferecessem retorno igual ou superior ao seu custo de capital, portanto o importante para definir o valor da empresa, seria sua política de investimento e não sua política de financiamento.

Modigliani e Miller (1963) mudaram radicalmente a forma de pensar sobre os problemas financeiros até então. A maior contribuição de ambos foi delimitar o objeto de estudo de finanças, que seria a decisão de investimento e financiamento da empresa, sendo que estas decisões eram independentes uma da outra. A partir dessa data, os pensadores da área tiveram um sólido alicerce para desenvolverem suas teorias.

A teoria de equilíbrio de mercado, que permite calcular o custo do capital próprio, surgiu em 1964 com *Sharpe* e em 1965 com *Lintner*, com o *Capital Asset Pricing Model* conhecido como CAPM. Este modelo CAPM é o mais utilizado para o cálculo do retorno exigido pelo acionista de uma empresa, embora o CAPM não seja unanimidade entre os investidores e acadêmicos.

Conforme a estrutura de capital das empresas, elas podem recorrer a recursos de terceiros de diversas formas. A mais tradicional é o empréstimo bancário, que pode ter como finalidade o financiamento de investimentos, como as linhas de repasse do BNDES (Banco

Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e empresas de arrendamento mercantil. Existe também, a finalidade de financiamento de capital de giro. Veja as principais alternativas listadas abaixo:

- ✓ Capital de Giro: uma das formas mais tradicionais de financiamento, que ocorre quando um banco assina um contrato de empréstimo com a empresa e esta pagará o principal mais juros em datas definidas. O banco, normalmente, solicita garantias para este tipo de operação financeira, como aval de sócios, caução de duplicatas, penhor de estoque ou hipoteca de imóveis.
- ✓ Desconto de Duplicatas: a empresa efetua a venda, de bens ou serviços, a qual gera uma duplicata a receber contra seu cliente. A empresa desconta esta duplicata no banco e recebe os recursos adiantadamente, com os juros descontados. Na data do vencimento da duplicata, o cliente desta empresa deverá quitá-la junto ao banco, porém se este não o fizer, a empresa deverá efetuar o pagamento ao banco.
- ✓ Financiamentos de Exportação: o mais usual é o Adiantamento de Contrato Câmbio – ACC, que acontece quando a empresa fecha um câmbio e adianta o recebimento da moeda estrangeira, a qual receberia quando efetuasse a exportação.
- ✓ Financiamentos de Importação: o mais comum é o Finimp, que acontece quando um banco efetua o pagamento da importação ao exportador no exterior e, posteriormente, é reembolsado pela empresa importadora no Brasil.

Ainda dentro das alternativas de financiamento junto aos bancos, pode-se optar pela cessão de crédito. Segundo Securato (2002), a cessão de crédito é um instrumento contratual bancário, criado em 1916 e foi muito utilizado, principalmente entre as décadas de 1960 e 1980. Existe a cessão de crédito sem coobrigação, cuja característica é a venda definitiva do ativo, neste caso o cessionário não detém o direito de regresso sobre os créditos adquiridos contra o cedente. Assim como a cessão da coobrigação do cedente, que acontece quando o cessionário tem o direito de regresso contra o cedente, em hipótese de inadimplência dos créditos da operação.

Outra forma das empresas se financiarem, no Brasil, é através do mercado de capitais, caso em que as alternativas mais comuns são as emissões de debêntures, notas promissórias comerciais e ações. Esta alternativa somente é viável para empresas de grande porte e de capital aberto. Empresas de capital fechado e de pequeno e médio porte encontram mais dificuldades para acessar este mercado.

Segundo a Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais), as debêntures foram criadas no ano de 1882, pela Lei nº 3.150, porém, somente em 1976 foi que houve um grande impulso nestas operações, porque entrou em vigor a Lei nº 6.404, conhecida como a lei das sociedades anônimas. Com a implantação do Plano Real em 1994, houve um novo impulso nas operações de debêntures, cujo montante, no final do ano de 2010, alcançou R\$ 335 bilhões de debêntures colocadas à disposição dos investidores.

Os recebíveis podem ser utilizados como garantia para operações de empréstimos bancários, ou podem ser monetizados através do desconto de duplicatas junto aos bancos.

Outra forma das empresas anteciparem a entrada de caixa, antes da data do vencimento do recebível, é através de operações de factoring, também conhecida como operação de fomento mercantil.

A transação financeira de fomento mercantil, no Brasil, é realizada através de Empresas de Fomento Mercantil e não através dos bancos. Este tipo de transação consiste na venda do recebível sem a coobrigação da empresa que o originou. A empresa de fomento mercantil que comprar o recebível correrá com o risco de crédito do devedor do recebível.

Segundo a Anfac - Associação Nacional das Sociedades de Fomento, existiam 664 empresas de fomento mercantil a ela associadas no final de 2008, que juntas possuíam uma carteira de crédito de recebíveis no valor de R\$ 80 bilhões.

2.3 – Securitização de Recebíveis

Segundo Securato (2002), a cessão de crédito é um instrumento contratual bancário, criado em 1916 e foi muito utilizado, principalmente, entre as décadas de 1960 e 1980.

Ainda conforme Securato (2002) existe a cessão de crédito sem coobrigação. Essa modalidade se caracteriza pela venda definitiva do ativo, caso em que o cessionário não detém o direito de regresso sobre os créditos adquiridos contra o cedente. A cessão de crédito com coobrigação do cedente acontece quando o cessionário tem o direito de regresso contra o cedente caso haja inadimplência dos créditos da operação.

Aliando-se à operação financeira de cessão de crédito com mercado de capitais, criou-se uma alternativa para uma empresa acessar o mercado de capitais. Mesmo que esta empresa seja de pequeno e médio porte ou de capital fechado, pois elas podem usar o seu fluxo de

recebíveis futuros, para garantir um levantamento de recursos no mercado de capitais. Esta alternativa é a securitização de recebíveis, que acontece quando uma empresa faz uma cessão de crédito de seus recebíveis para um Fundo de Investimentos, o qual captará recursos no mercado de capitais.

Segundo o “*The Wall Street Journal*”, na década de 1970, os profissionais do mercado financeiro internacional definiram securitização como a prática de estruturar e vender investimentos negociáveis, de forma que qualquer risco que, normalmente, seria absorvido por somente um credor, fosse distribuído entre diversos investidores.

Ou seja, securitização foi o termo utilizado para descrever o processo pelo em que as empresas que, normalmente, tomavam empréstimos do sistema bancário, passassem a levantar recursos no mercado de capitais através de emissões de valores mobiliários. Estas empresas “*securitizaram*” suas dívidas, seus passivos passaram a ser *securities* emitidos no mercado de capitais e não mais empréstimos bancários.

Este primeiro passo, que ocorreu nos Estados Unidos, deu início ao processo da constante evolução da tecnologia de securitização. Em seguida, instituições financeiras desenvolveram mecanismos para vender empréstimos de suas próprias carteiras de crédito, este processo é conhecido como transferência de risco de crédito. O resultado deste processo é a transferência de ativos de uma instituição, originador, para terceiros, entidades emissoras, que financiam a compra destes ativos através de instrumentos financeiros negociáveis lastreados a estes ativos. Esta transferência caracteriza-se pela venda dos ativos e é realizada sem direito de regresso do crédito ao originador.

A primeira manifestação, no Brasil, ocorreu com a Mesbla e até 2001 estes volumes eram pequenos, tendo chegado ao máximo de R\$ 1,8 bilhão em 1996, conforme a CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

A Mesbla era uma grande empresa de vendas ao varejo, porém suas atividades foram encerradas em 1999.

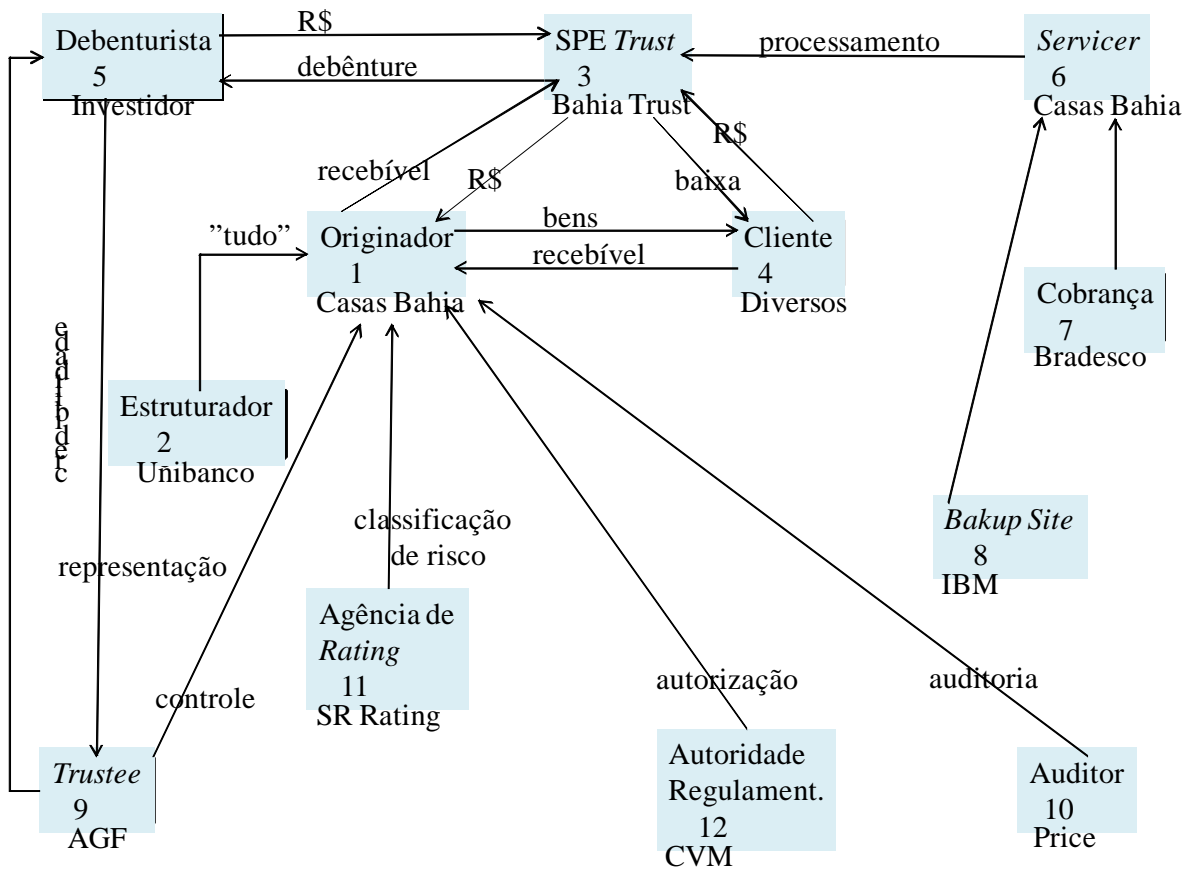
Em 2001, a CVM - Comissão de Valores Mobiliários editou a instrução número 356, a qual instituiu no Brasil o FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios. Este teve um impulso significativo e conforme a CVM - Comissão de Valores Mobiliários elevou-se de R\$ 150 milhões em 2002 para R\$ 10 bilhões em 2010, o que mostrou que houve, também no Brasil, um rápido crescimento destas operações.

O modelo tradicional de securitização, no mercado internacional, é feito através da constituição de uma empresa com propósito específico. Segundo Machado (2009) este tipo de empresa é chamado: “*SPE*” - *Special Purpose Enterprise* ou “*SPV*” - *Special Purpose Vehicle*. Esta empresa é constituída com o propósito único de comprar recebíveis de alguma outra empresa, com o objetivo de emitir um título de dívida chamado notes e, com isto, captar recursos junto aos investidores. Dá-se como garantia a estes investidores, os recebíveis que a empresa comprou. O capital deste tipo de empresa tem um valor simbólico, sendo que os recebíveis são a sua principal conta de ativo e a emissão de dívida é a sua principal conta de passivo.

Ainda segundo Machado (2009), a separação do emissor do recebível, que é o originador, do emissor da dívida, que é SPE - Sociedade de Propósito Específico é fundamental para que haja a segregação do risco de crédito. Desta maneira o investidor não correrá o risco de crédito do originador e sim o risco do fluxo de caixa dos recebíveis.

Temos no quadro a seguir, a estrutura e os participantes de uma operação de securitização de recebíveis da Casas Bahia, efetuada em 1996, com cinco emissões de debêntures de R\$ 50 milhões cada, totalizando uma operação de R\$ 250 milhões.

Quadro 3 – Securitização Casas Bahia (usando a estrutura com SPE)



Fonte: Elaborado pelo Autor

Os participantes da operação de securitização da Casas Bahia foram:

1 – Originador: Casas Bahia

Empresa de varejo que gera recebíveis através da venda de produtos basicamente para pessoas físicas.

2 – Estruturador: Unibanco

Instituição financeira que fez a estruturação financeira da securitização.

3 – Sociedade de Propósito Específico: Bahia Trust

Empresa criada exclusivamente para a operação de securitização.

4 – Cliente: diversas pessoas físicas compradores de produtos na Casas Bahia

5 – Investidores

Compradores das debêntures na operação de securitização de recebíveis.

6 – Servicer: Casas Bahia

Todo o trabalho de processamento da cobrança dos recebíveis foi executado pela Casas Bahia.

7 – Cobrança: Bradesco

Instituição financeira que cobrou os recebíveis.

8 – Backup Site: IBM

Local em que havia uma cópia de segurança de todos os arquivos eletrônicos da operação.

9 – Trustee: AGF

Agente fiduciário da emissão das debêntures.

10 – Auditor: Price

Empresa que auditou o balanço da *Mesbla Trust*,

11 – Agência de Rating: SR Rating

Empresa que emitiu a nota do risco de crédito da securitização.

12 – Autoridade Regulamentadora: CVM

A dívida emitida pela SPE - Sociedade de Propósito Específico conta com uma nota de risco de uma agência de *rating*. Esta agência de *rating* não analisa o risco de crédito do originador e sim o risco de liquidação do fluxo de caixa dos recebíveis, bem como as garantias existentes, tais como a subordinação ou outro tipo de garantia.

Segundo Souza (2010), é normal que se obtenha um *rating* superior ao da empresa originadora dos recebíveis numa operação de securitização, pois o risco deste tipo de operação financeira é menor do que o risco da empresa separadamente, sem as garantias que a securitização de recebíveis proporciona.

As principais empresas internacionais de *rating* são: a *Standard and Poor's - S&P*, *Fitch Ratings* e a *Moody's*. A *Standard and Poor's - S&P* e a *Fitch Ratings* têm a mesma forma de demonstrar o risco, diferentemente da *Moody's*. Temos, no quadro a seguir, a comparação das escalas de *ratings* destas empresas, segundo Carvalho e Derneika (2007).

Quadro 4 - Comparativo de Rating

S&P/Fitch	Moody's	Descrição
AAA	Aaa	Grau de Investimento mais elevado, segurança máxima
AA+	Aa1	Grau de Investimento alto, forte capacidade de honrar seus compromissos financeiros
AA	Aa2	
AA-	Aa3	
A+	A1	Grau de Investimento médio - alto
A	A2	
A-	A3	
BBB+	Baa1	Grau de Investimento médio
BBB	Baa2	
BBB-	Baa3	
BB+	Ba1	Qualidade de crédito baixa, elementos especulativos
BB	Ba2	
BB-	Ba3	
B+	B1	Qualidade de crédito muito baixa
B	B2	
B-	B3	
CCC+	Caa1	Papéis de fraca condição, elevado risco de inadimplência
CCC	Caa2	
CCC-	Caa3	
CC+		Altamente especulativo
CC	Ca	
CC-		
C	C	O mais baixo rating, perspectivas extremamente baixas
D		

Fonte: Carvalho e Derneika (2007) e adaptado pelo Autor

A SR Rating foi a primeira empresa de rating no Brasil e, ainda hoje, é uma das empresas nacionais que mais se destacam. Ela adota uma escala de classificação semelhante à da Standard and Poor's. A melhor classificação é AAA e a pior classificação é CCC.

A SR Rating teve como sua primeira operação, a emissão de debêntures da Mesbla Trust em 1993, a qual foi a primeira operação de securitização de recebíveis no Brasil.

A Standard and Poor's é a líder mundial no segmento de ratings para o mercado financeiro. Ela aplica uma metodologia de análise de risco baseada em princípios fundamentais, que são:

- ✓ A natureza inovadora e em constante evolução das operações estruturadas;
- ✓ As diferenças e mudanças nas convenções e práticas da indústria;
- ✓ As diferenças e mudanças nas convenções e práticas da indústria;
- ✓ As diferenças culturais entre os mercados, pois elas podem influenciar o seu comportamento e o desempenho;
- ✓ As singularidades dos ativos, dos originadores e das transações;
- ✓ As principais características de estruturas ou classes de ativos que não tenham sido securitizadas anteriormente;
- ✓ A interação destes fatores, a qual pode reduzir a significância de cada risco ao se determinar o risco de inadimplimento em uma transação quando comparada à outra.

As principais metodologias, para analisar e atribuir *ratings* às operações de securitização de recebíveis, utilizadas pela *Standard and Poor's* são:

- ✓ Qualidade de crédito dos ativos securitizados;
- ✓ Riscos legais e regulatórios;
- ✓ Estrutura de pagamentos e mecanismos de fluxo de caixa;
- ✓ Riscos operacionais e administrativos;
- ✓ Risco de contraparte.

A *Moody's* aplica os itens abaixo como metodologia de determinação de *rating* nas operações de securitização de recebíveis:

- ✓ Análise de Ativos: verificam-se os principais indicadores do desempenho dos ativos utilizados para modelar os fluxos de caixa de securitizações, incluindo fatores macro e microeconômicos.
- ✓ Análise Estrutural e do Título: verificam-se os principais indicadores de modelagem de passivo, incluindo-se as características de alocação de fluxo de caixa e elementos da estrutura do título.
- ✓ Análise do Fluxo de Caixa: faz-se uma projeção detalhada de um título lastreado por recebíveis durante um período de amortização antecipada.

Numa emissão de dívida de uma SPE - Sociedade de Propósito Específico há, usualmente, dois tipos de dívida, a subordinada e a senior. Dá-se preferência à dívida senior,

em relação à subordinada, sendo que a subordinada somente começará a ser liquidada após a liquidação total dívida senior. Suponhamos que uma SPE - Sociedade de Propósito Específico tenha captado \$100 em dívida, dos quais \$75 são seniores e \$25 subordinadas e com os recursos captados, compraram-se \$100 de recebíveis. Se a inadimplência dos recebíveis for de até 25%, os investidores seniores receberão seu investimento na data determinada pelo contrato, pois a SPE - Sociedade de Propósito Específico terá os \$75 em caixa para efetuar o pagamento.

O mesmo ocorre em um Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC, cada uma das classes de cotas deverá ter remuneração igual, sendo que não se pode fazer distinção entre os investidores de uma mesma classe de cota, de acordo com a Instrução CVM nº 356.

Segundo a mesma Instrução CVM nº 356, as cotas seniores devem apresentar uma classificação de risco de crédito que seja emitida por uma agência de *rating*, porém o mesmo não é necessário para as cotas subordinadas. Como todos os demais tipos de fundo no Brasil, a legislação da CVM exige que se tenha os cargos de Administrador, Gestor e Custodiante para cada FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios, além da necessidade de ser auditado por um Auditor Independente.

Esta mesma legislação criou também os FIC-FIDC Fundos de Investimentos em Cotas de FIDC. Enquanto um FIDC tem mais de 50% de seus ativos alocados em recebíveis, o FIC-FIDC deve ter no mínimo 95% dos ativos alocados em cotas de FIDC. Os ativos do FIC-FIDC são cotas de FIDC.

Uma instituição financeira fica responsável pela administração do fundo. Isto inclui: o cálculo do valor das cotas, a retenção dos cotistas e o recolhimento, para a Secretaria da Receita Federal, do imposto de renda na fonte e o recolhimento das taxas na CVM. Assim como o pagamento das despesas do fundo, como publicações de chamadas para assembleias e custos com auditores independentes, entre outras coisas.

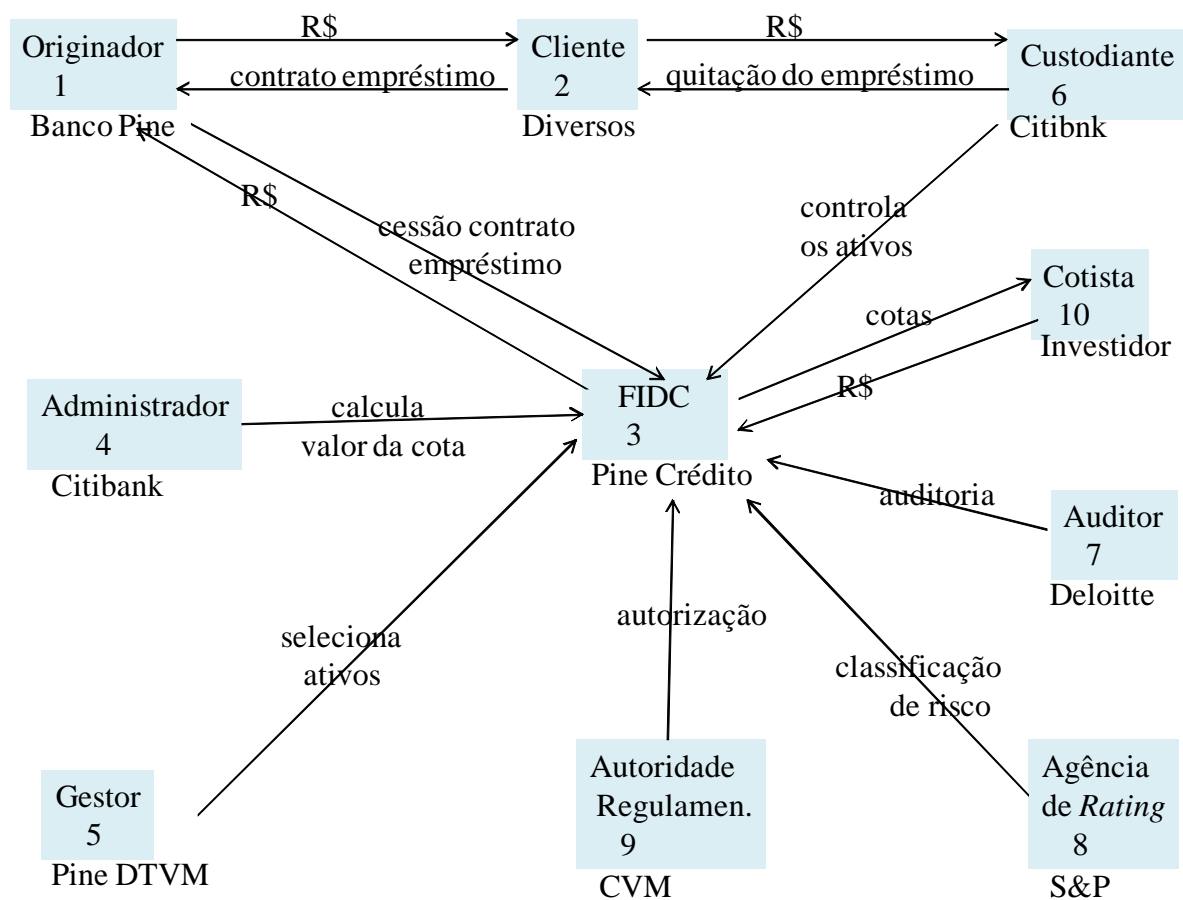
O gestor do fundo é quem determina qual o tipo de ativos, e os preços a serem pagos pelo fundo.

O custodiante do fundo deve ser uma instituição financeira, a qual fica responsável pela guarda e custódia dos ativos do fundo.

Haverá, também, a distribuição e a venda das cotas dos fundos para os investidores qualificados, que segundo a CVM - Comissão de Valores Mobiliários devem ser feitas, obrigatoriamente, por instituições financeiras.

Apresenta-se a seguir, o quadro demonstrativo de uma operação de securitização de recebíveis efetuada pelo Banco Pine em 2011. A operação foi de R\$ 300 milhões, sendo R\$ 207 milhões em cotas seniores e R\$ 93 milhões em cotas subordinadas.

Quadro 5 – Securitização Banco Pine (usando a estrutura com FIDC)



Fonte: Elaborado pelo Autor

Os participantes da operação de securitização de recebíveis foram:

1 – Originador: Banco Pine S.A.

Instituição financeira que originou as operações de empréstimo.

2 – Cliente: diversas empresas que tomam empréstimos junto ao Banco Pine

3 – FIDC: Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Financeiros – Pine Crédito Privado

4 – Administrador: Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários
Responsável pelo cálculo do valor da cota do fundo.

5 – Gestor: Pine Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários
Responsável por indicar os ativos que o fundo vai adquirir.

6 – Custodiante: Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários
Responsável pela guarda dos ativos do fundo.

7 – Auditor: Deloitte Touche Tohmatsu Brasil
Responsável pela auditoria do fundo.

8 – Agência de Rating: Standard and Poor's
Empresa que deu a nota de risco de crédito do fundo.

9 – Autoridade Regulamentadora: CVM

10 – Cotista: diversos investidores

Segundo Luxo (2007), os principais tipos de recebíveis usados nas operações de securitização no Brasil são: vendas de varejo, CDC - Crédito Direto ao Consumidor, crédito consignado, financiamento de veículos, financiamento imobiliário, mensalidades escolares, empréstimos a pessoas jurídicas, recebíveis comerciais, fatura de cartão de crédito, contrato de locação industrial e contrato de compra e venda de energia.

Ainda segundo Luxo (2007), estes fundos podem ser constituídos como abertos ou fechados. Os fundos abertos são condomínios em que o investidor poderá solicitar o resgate de suas cotas de acordo com o regulamento do fundo. Já os fundos fechados são condomínios em que o investidor somente resgatará suas cotas na data de liquidação do fundo. Esta data é previamente determinada no regulamento do fundo e o investidor poderá vender suas cotas no mercado secundário.

Segundo a CVM - Comissão de Valores Mobiliários, o primeiro registro de um Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios data de 09 de dezembro de 2002 e foi criado pelo BMG FIDC Servidores Público I, no valor de R\$ 100 milhões.

A legislação da CVM, que vigorava até 2006, permitia que um FIDC comprasse recebíveis oriundos de transações mercantis relativas à entrega futura da mercadoria ou prestação futura de serviços. Exigia-se para isso, apenas uma garantia bancária ou apólice de

seguro que cobrisse o risco de crédito destes recebíveis, o que inviabilizava a securitização deste tipo de recebível no Brasil.

No final de 2006, a CVM - Comissão de Valores Mobiliários editou a Instrução CVM nº 444, a qual criou o FIDC-NP Fundo de Investimento em Direito Creditório Não Padronizado, o qual pode ter em seu ativo qualquer tipo de recebível. Porém, é preciso que fique especificado no regulamento do fundo, qual é o tipo de recebível que o fundo adquirirá. Segundo Luxo (2007), este tipo de fundo pode ter em sua carteira: recebíveis vencidos ou pendentes de pagamento, quando da sua cessão para o fundo; eles são decorrentes de receitas contra empresas públicas, autarquias, união, estados e municípios. Estes recebíveis resultam de ações judiciais em curso ou que seja objeto de litígio e sua validade jurídica seja considerada de risco, estes recebíveis são originados de empresa em recuperação judicial ou extrajudicial e de existência futura com montantes desconhecidos, porém de relações já constituídas.

Segundo a CVM - Comissão de Valores Mobiliários, no final do ano de 2010 havia um montante de R\$ 58.868 milhões em operações de FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios e em FIDC-NP Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizados. Do total, R\$ 19.217 ou 33%, referiam-se às operações com carteira de crédito de instituições financeiras.

Segundo Luxo (2007), o Banco Central do Brasil segue uma regulamentação criada pelo *BIS - Bank for International Settlements*, a qual determina um nível mínimo de capital para os bancos por causa da quantidade de seus ativos. Esta regulamentação é conhecida como Índice da Basileia, porque o departamento do BIS que a criou chama-se Comitê de Supervisão Bancária de Basileia.

Para que os bancos diminuam sua necessidade de capital, por causa do Índice da Basileia, eles fazem a cessão de crédito de suas operações para os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios. Sendo esta, uma forma dos bancos diminuírem seu volume de ativos e, portanto diminuírem sua necessidade de capital.

A cessão de crédito entre uma instituição financeira e o Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC é contratada sem que haja coobrigação e, de maneira irrevogável e irreatável. Sendo assim, o FIDC torna-se o titular legítimo sobre os direitos deste crédito, esta legitimidade é inquestionável.

Segundo Caminha (2007), a securitização de recebíveis, sob o ponto de vista jurídico, pode ser definida como uma estrutura composta por um conjunto de negócios jurídicos. É através desta estrutura que se faz a cessão de crédito e segregação deste ativo em um fundo de investimentos, o qual capta recursos de investidores, com a garantia dos ativos segregados.

Segundo Pinheiro (2008), no Brasil, o caso da Parmalat Brasil é um exemplo da eficácia da securitização de recebíveis, porque em 27 de novembro de 2003, ela colocou em operação, um Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios com os recebíveis da Parmalat. Em menos de um mês após a subscrição das cotas, surgiram rumores de que as condições financeiras do grupo Parmalat no Brasil e na Itália, não estariam saudáveis. Portanto, os administradores do fundo interromperam a aquisição dos recebíveis da Parmalat e em 19 de janeiro de 2004, decidiu-se, em assembléia geral extraordinária, resgatar antecipadamente as cotas. Em 13 de fevereiro de 2004 o fundo foi liquidado, sem que houvesse qualquer perda para os cotistas.

Ainda conforme Pinheiro (2008), a matriz da Parmalat na Itália havia cometido fraudes em notas contra fornecedores e estas foram securitizadas pela Eureka Securitization, empresa que pertence ao Citigroup. Este fato ressalta a importância da auditoria do processo de originação do recebível e do processo de gestão do fundo, para segurança do investidor.

3 – PESQUISA

3.1 – Fonte, Coleta e Tratamento dos Dados

Desenvolveu-se uma pesquisa sobre as operações de securitização de recebíveis no período compreendido entre 1993 e 2001. Para tanto, realizou-se um levantamento junto à CVM - Comissão de Valores Mobiliários sobre as emissões públicas de debêntures naquele período. Verificou-se que quando a estrutura da operação era a abertura de uma SPE - Sociedade de Propósito Específico, fazia-se uma emissão pública de debêntures.

Para os anos de 2000 e 2001, os dados foram coletados por meio eletrônico na página da internet da CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

Para o período compreendido entre 1993 e 1999, quando os dados não estavam disponíveis por meio eletrônico, solicitou-se o levantamento das emissões públicas de debêntures, para o período, junto à Biblioteca da CVM - Comissão de Valores Mobiliários no Rio de Janeiro, que fez o levantamento impresso em 560 páginas.

Juntamente com dados coletados na Anbima - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais analisaram-se cada uma das emissões públicas de debêntures, para determinar quais delas se referiam às operações de securitização de recebíveis.

Para o período compreendido entre 2002 e 2010, quando as operações de securitização de recebíveis passaram a ser feitas através de FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios, foram selecionadas, através da página na internet da CVM - Comissão de Valores Mobiliários, todas as emissões de FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios. Porém, desconsiderou-se o montante encontrado nas emissões dos FIC - FIDC Fundo de Investimentos em Cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, para que não houvesse a contagem em duplicidade deste valor. Mesmo porque este tipo de fundo tem em seus ativos cotas de FIDC - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, portanto, não se configura como uma nova operação de securitização de recebíveis.

Desde 2006, quando houve a constituição dos FIDC-NP Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizado, passou-se a fazer a coleta de dados, conjuntamente, com todas as operações de FIDC - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. Registrou-se, também, o quanto deste montante se referia a FIDC-NP Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizado e o quanto se referia às operações de FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios.

Realizou-se a separação destes montantes, com base nos dados eletrônicos disponíveis na página da internet da CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

Os dados desta pesquisa encontram-se no Anexo I.

Para o período compreendido entre 1993 e 2001, listaram-se cada uma das emissões públicas de debêntures que se referiam às operações de securitização de recebíveis, com o nome da empresa emissora e o valor em reais da emissão. Ao final de cada ano foi apresentada a quantidade de emissões públicas das debêntures para securitização de recebíveis efetuadas naquele ano.

Ao final de cada ano, apresenta-se o número total de empresas que fizeram emissões públicas de debêntures para securitização de recebíveis naquele ano. Este número difere do anterior porque uma empresa pode efetuar mais de uma emissão de debêntures no ano. Portanto, um grande incremento na quantidade de emissões de debêntures em um ano não implica, necessariamente, em um grande aumento de empresas efetuando operações de securitização de recebíveis.

Apresenta-se, também, ao final de cada ano, o montante em reais de todas as emissões públicas de debêntures destinadas às operações de securitização de recebíveis efetuadas naquele ano.

Para o período compreendido entre 2002 e 2010, encontra-se listados no Anexo I, cada um dos FIDC - Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, com o nome do fundo e valor em reais do patrimônio do fundo. Ao final de cada ano apresenta-se a quantidade de emissões de novas cotas efetuadas naquele ano.

Ao final de cada ano, também, apresenta-se o número total de fundos que fizeram emissões de cotas naquele ano. Este número difere do anterior porque um fundo pode efetuar mais de uma emissão de cotas no ano. Portanto, um grande incremento na quantidade de emissões de cotas em um ano, não, necessariamente, implica em um grande aumento de fundos efetuando operações de securitização de recebíveis.

Apresentado, também, ao final de cada ano, o montante em reais de todas as emissões de FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios efetuadas naquele ano.

Ao final do Anexo I, apresenta-se um gráfico mostrando o montante, em reais, das operações de securitização de recebíveis no Brasil entre 1993 e 2010.

No anexo II, apresenta-se um levantamento do montante de Operações de Crédito nos Bancos, segundo dados do Banco Central do Brasil e, também, do montante do saldo de Operações de Securitização de Recebíveis com FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios, segundo dados da CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

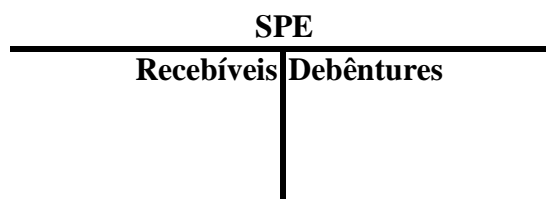
No anexo III, apresenta-se o montante de PIB - Produto Interno Bruto do Brasil, segundo dados do IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Apresenta-se, também, o montante de Operações de Securitização de Recebíveis com FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios que foram realizadas em cada ano, segundo os dados da CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

3.2 Análise dos Resultados

Conforme Fagundes (1998) a estrutura das operações de securitização de recebíveis no Brasil consistiam na abertura de uma empresa SPE - Sociedade de Propósito Específico. Esta empresa que era uma Sociedade por Ações, tinha o registro de capital aberto na CVM - Comissão de Valores Mobiliários e fazia emissão pública de debêntures. Esta empresa tinha o propósito específico de comprar créditos de outra determinada empresa e, a ela, somente era permitido fazer uma emissão de debêntures, não sendo autorizado, em seu estatuto social, efetuar qualquer outra atividade.

Os recursos captados na emissão de debêntures eram usados para a aquisição de créditos, que ficavam em garantia da emissão de debênture.

O balanço desta SPE - Sociedade de Propósito Específico ficava da seguinte forma:



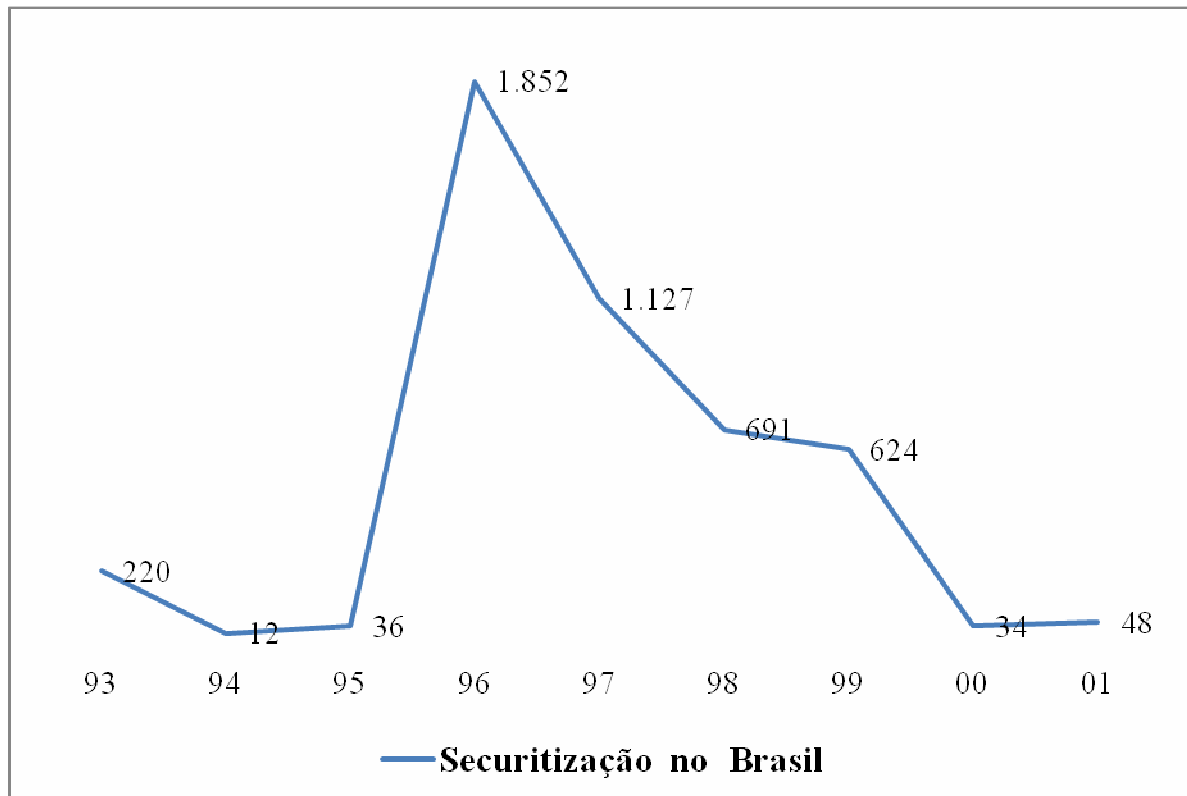
A SPE - Sociedade de Propósito Específico tinha basicamente uma conta em seu ativo, os recebíveis e uma conta em seu passivo, as debêntures. O seu capital tinha um valor simbólico.

Segundo Luxo (2007) esta estrutura apresentava uma série de ineficiências fiscais e tributárias com a incidência de impostos, tributos e contribuições como PIS - Programa de Integração Social, COFINS - Contribuição para Financiamento da Seguridade Social, IR - Imposto de Renda, CSLL - Contribuição Social sobre o Lucro Líquido e CPMF - Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira.

Em 2001, quando foi editada a legislação da CVM - Comissão de Valores Mobiliários, a qual criou o FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios, a alíquota do PIS - Programa de Integração Social era de 0,65% sobre a receita das empresas, a alíquota do COFINS - Contribuição para Financiamento da Seguridade Social era de 4% sobre a receita das empresas, a alíquota do IR - Imposto de Renda era de 25% sobre o lucro das empresas, a alíquota da CSLL - Contribuição Social sobre o Lucro Líquido era de 9% sobre o lucro das empresas e a alíquota da CPMF - Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira era de 0,38% sobre as movimentações financeiras das empresas.

Esta cunha fiscal causou uma grande diminuição no volume de operações de securitização de recebíveis no Brasil, conforme a CVM - Comissão de Valores Mobiliários em dados listados a seguir, para o período compreendido entre 1993 e 2001, em reais milhões.

Gráfico 1 – Volume de Securitização no Brasil (período entre 1993 e 2001 – valores em R\$ milhões)



Fonte: Elaborado pelo Autor

As operações de securitização de recebíveis no Brasil, ao contrário do mercado financeiro internacional, não conseguiam atingir um volume significativo devido ao pesado volume de impostos incidentes neste tipo de operação financeira, no período compreendido entre 1993 e 2001.

Segundo Salomão Neto (1996) as securitizações no Brasil eram feitas através da abertura de uma SPE - Sociedade de Propósito Específico, a qual captava os recursos dos investidores por meio de emissão de debêntures e esta nova empresa SPE - Sociedade de Propósito Específico não estava contaminada por outras dívidas da empresa originadora do recebível, que era o objeto da securitização de recebíveis, além de, também, não estar contaminada pelos riscos da atividade empresarial da empresa originadora dos recebíveis.

Os recebíveis são baixados contabilmente do ativo da empresa que os originou. Eles ficam contabilizados no ativo da SPE - Sociedade de Propósito Específico, com isso os credores das debêntures emitidas pela SPE - Sociedade de Propósito Específico não correrem qualquer risco, caso estes recebíveis sejam pleiteados pelos credores da empresa originadora

dos recebíveis, pois eles se encontram no ativo de outra empresa, que é a SPE - Sociedade de Propósito Específico. Desta forma é que ocorria a segregação do risco.

Em dezembro de 2001 a CVM - Comissão de Valores Mobiliários editou a Instrução CVM nº 356 que criou um novo tipo de fundo de investimentos, os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC, com isso, a securitização no Brasil mudou de forma.

Segundo Mattes (2006) com o FIDC - Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, a segregação do risco passou a ser feita com a cessão de crédito destes recebíveis, pela empresa que os originou, para o FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios. O risco de crédito do fundo passava a ser o risco dos sacados dos títulos, ou dos responsáveis pelas liquidações contratuais dos recebíveis e não mais da empresa que originou estes recebíveis.

Supondo-se que haja um FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios com um valor de \$100 e com uma subordinação de 20%, o balanço patrimonial deste fundo ficaria da seguinte forma:

FIDC	
Recebíveis \$100	Cota Senior \$80
	Cota Subordinada \$20
TOTAL \$100	TOTAL \$100

Os investidores em cota senior, deste FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditório, receberiam seus investimentos integralmente se a perda no recebimento destes recebíveis fosse de até 20%. Pois neste caso dos \$100 de recebíveis haveria no caixa, deste FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios, o montante de \$80 que seria suficiente para quitar integralmente o montante das cotas seniores. As cotas subordinadas é que perderiam o recebimento dos recebíveis.

Segundo Mattes (2006) esta nova estrutura de securitização através de FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios, trouxe novos participantes para a operação, os quais não existiam exatamente da mesma forma na estrutura anterior de SPE - Sociedade de Propósito Específico, mas que são comuns em qualquer operação com fundo de investimentos, ou seja, cargos como: Administrador, Gestor, Custodiante e, também, dois participantes que eram usados na estrutura anterior com a SPE - Sociedade de Propósito Específico, porém não havia obrigatoriedade desta participação e, agora passaram a ser

obrigatórios por força da legislação da CVM - Comissão de Valores Mobiliários, estes participantes são: Empresa de Auditoria e Agência Classificadora de Risco.

Conforme Luxo (2007) para operacionalização de um fundo de recebíveis é necessário ter a participação de um Administrador, um Gestor e um Custodiante, além de uma empresa de auditoria e uma agência de rating.

A seguir no quadro 6 está transcrita integralmente a página de número 17 do prospecto definitivo de distribuição pública de cotas seniores do Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Financeiros – Pine Crédito Privado, cuja data é de março de 2011.

Grifaram-se cada um destes novos participantes da estrutura de securitização de recebíveis no Brasil, para facilitar a identificação de cada um deles. O exemplo é de uma operação de securitização de recebíveis efetuada através de um FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios.

Quadro 6 – Prospecto de Distribuição FIDC Pine

CARACTERÍSTICAS DA DISTRIBUIÇÃO

1. Características Básicas da Distribuição de Quotas Seniores e da Emissão de Quotas Subordinadas

No curso da presente Distribuição, o Fundo está ofertando 207.000 Quotas Seniores, no valor total de até R\$207.000.000,00 na Data de Emissão. Caso não seja colocada a totalidade das Quotas Seniores ofertadas, a Distribuição deverá ser cancelada pelos Distribuidores.

As Quotas Seniores e o Fundo apresentam as seguintes características, constantes do Regulamento e do Suplemento:

Emissor: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Financeiros - Pine Crédito Privado

Cedente: Banco Pine S.A.

Classe de Quotas: 1 classe de Quotas Seniores, em série única

Quantidade de Quotas Seniores e Regime de Colocação: 207.000 Quotas Seniores, a serem colocadas em regime de melhores esforços de colocação, observada a possibilidade de serem acrescidas em até 31.050 Quotas Seniores do Lote Suplementar e até 41.400 Quotas Seniores Adicionais, as quais, se houver excesso de demanda, serão colocadas em regime de melhores esforços de colocação

Preço Unitário das Quotas Seniores: R\$1.000,00 na Data de Emissão

Administradora: Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.

Gestor: Pine Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.

Custodiante: Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.

Empresa de Auditoria: Deloitte Touche Tohmatsu Brasil

Agência de Classificação de Risco: Standard & Poor's (McGraw-Hill Interamericana do Brasil Ltda.)

Data de Emissão: data em que os recursos e/ou ativos decorrentes da integralização de Quotas Seniores e/ou de Quotas Subordinadas, em moeda corrente nacional e/ou, durante o Período de Investimento, por meio da cessão de Direitos Creditórios ao Fundo, conforme o caso, são colocados pelos subscritores à disposição do Fundo, nos termos do Regulamento e, conforme o caso, do Contrato de Cessão, a qual deverá ser, necessariamente, um Dia Útil

Rentabilidade Prevista: Taxa DI + 2% a.a.

Amortizações Programadas: Desde que o Fundo tenha recursos, as Amortizações Programadas serão realizadas mensalmente no dia 10 de cada mês calendário, a partir do 13º mês, inclusive, contado desde o mês da Data de Emissão.

Fonte: Banco Pine

O Banco Pine é uma instituição financeira brasileira, que ao final de 2010 possuía um patrimônio líquido de R\$ 855 milhões e uma carteira de crédito de R\$ 6 bilhões. O Banco Pine é o originador dos recebíveis da operação de securitização de recebíveis citada acima.

Esta operação possui R\$ 207 milhões em cotas seniores e R\$ 93 milhões em cotas subordinadas, totalizando ativos de R\$ 300 milhões em recebíveis do FIDC (Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios).

O Administrador do fundo é o Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S. A., cuja responsabilidade é: calcular o valor das cotas do fundo; reter os cotistas; recolher, para a Secretaria da Receita Federal, o imposto de renda na fonte; recolher as taxas na CVM e pagar as despesas do fundo, como publicações de chamada para assembleia, assim como os custos com auditores independentes, entre outras coisas.

O Gestor é a Pine Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda, cuja responsabilidade é determinar que tipo de ativos e a que preço o fundo comprará, através da cessão de créditos de recebíveis do Banco Pine para o fundo.

O Custodiante é o Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S. A., cuja responsabilidade é guardar e custodiar os ativos do fundo.

A empresa responsável pela auditoria do balanço do fundo é a Deloitte Touche Tohmatsu Brasil. Esta empresa é a responsável pelo parecer de auditoria sobre as demonstrações financeiras do fundo.

A Agência Avaliadora do Risco é a Standard & Poor's - McGraw-Hill Interamericana do Brasil Ltda., a qual atribuiu o rating brAA+ para as cotas seniores, o que significa a segunda melhor classificação para um ativo no Brasil e o rating AA+, que apresenta-se logo abaixo da melhor classificação, AAA.

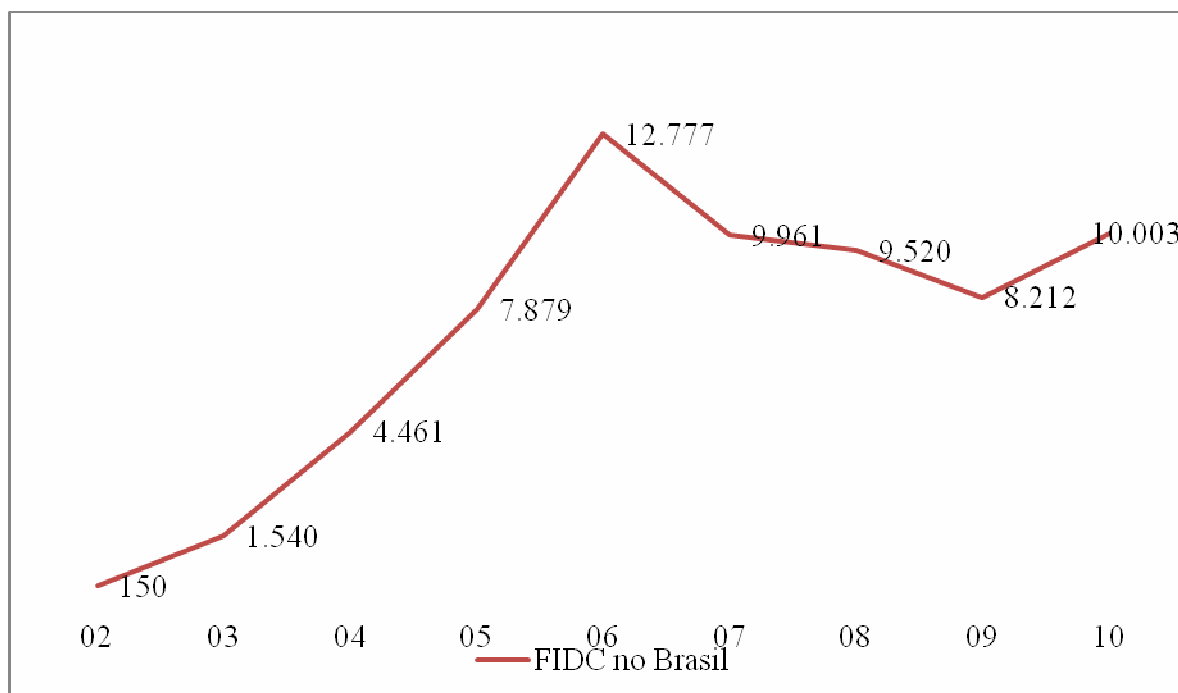
O fundo é fechado e seu prazo de carência é de 12 meses, o vencimento das cotas é em 36 parcelas mensais e consecutivas, portanto o prazo total é de 48 meses. Os ativos existentes no fundo não são repostos depois de liquidados financeiramente, portanto o fundo não compra novos ativos. Isto pode ocorrer em outros fundos e neste caso o Gestor do fundo é que determina quais ativos comprar e a que taxa.

O balanço patrimonial deste Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Financeiros – Pine Crédito Privado ficaria:

FIDC - Pine Crédito Privado			
Recebíveis	R\$ 300 MM	Cota Senior	R\$ 207 MM
		Cota Subordinada	R\$ 93 MM
TOTAL	R\$ 300 MM	TOTAL	R\$ 300 MM

A seguir apresentam-se os dados da CVM - Comissão de Valores Mobiliários sobre a evolução das operações de FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios efetuadas em cada ano, desde 2002 até 2010 em R\$ milhões.

Gráfico 2 – Volume de FIDC no Brasil (período entre 2002 e 2010 – valores em R\$ milhões)

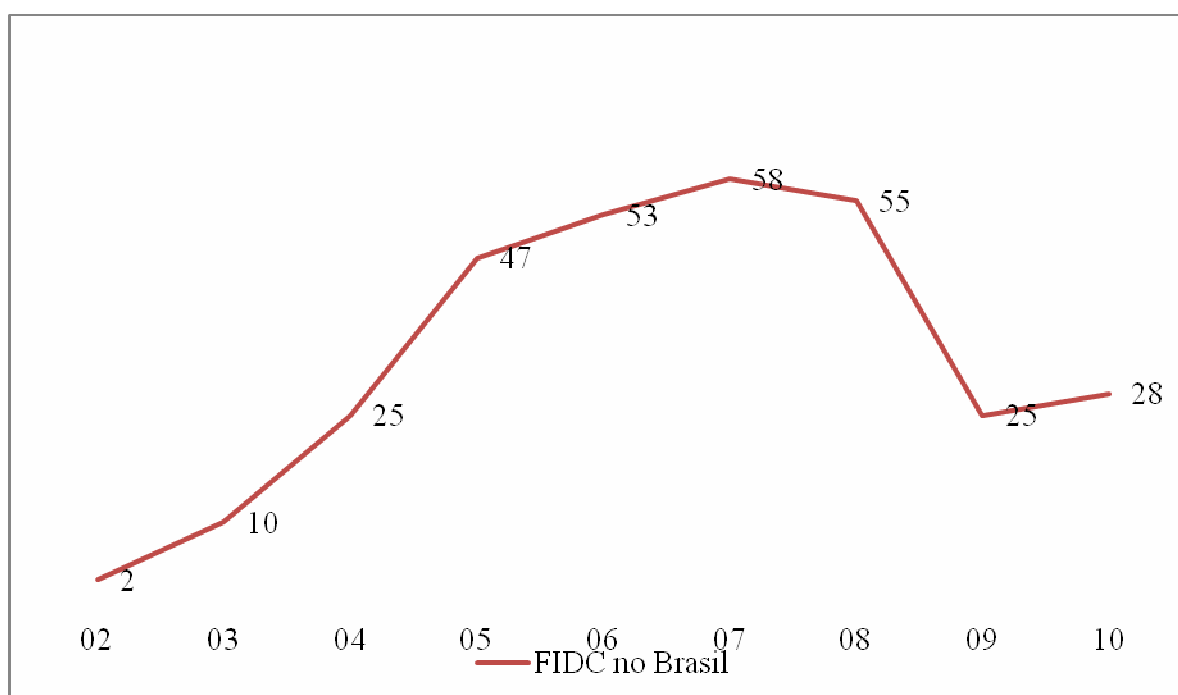


Fonte: Elaborado pelo Autor

A queda no volume de operações de securitização de recebíveis no Brasil em 2008 e 2009 foi atribuída à crise financeira mundial e em 2010 as operações de securitização de recebíveis no Brasil retomaram o mesmo patamar de 2007.

A seguir apresentam-se os dados da CVM - Comissão de Valores Mobiliários sobre a evolução da quantidade de empresas que efetuaram operações de FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios em cada ano, desde 2002 até 2010. Os valores estão em R\$ milhões.

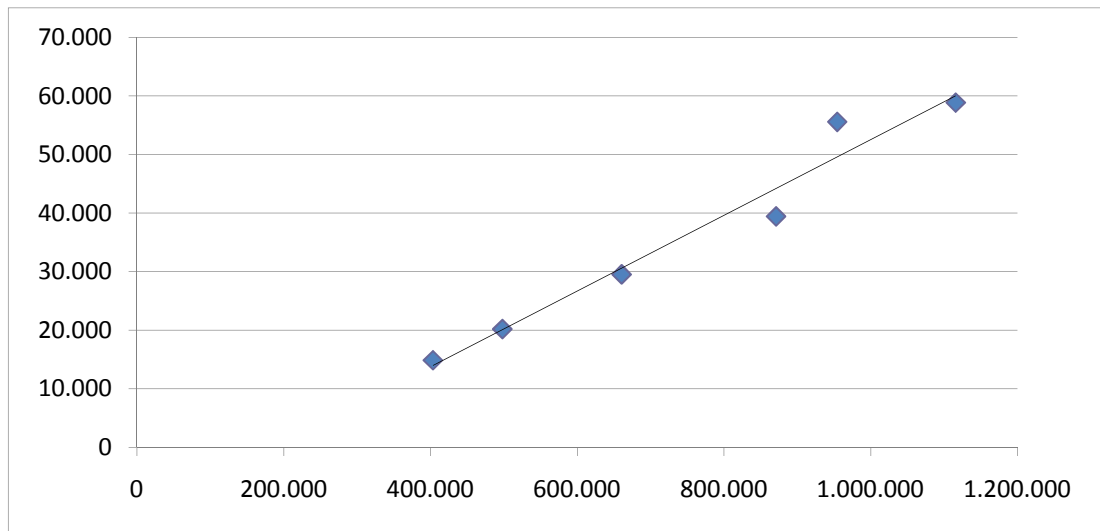
Gráfico 3 – Quantidade de Operações de FIDC no Brasil (período entre 2002 e 2010)



Fonte: Elaborado pelo Autor

No anexo II, apresentam-se os dados comparativos entre o montante de Operações de Crédito nos Bancos, segundo os dados do Banco Central do Brasil, assim como o montante do saldo de Operações de Securitização de Recebíveis com FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios, segundo os dados da CVM - Comissão de Valores Mobiliários, que mostram uma alta correlação de 98%, conforme gráfico a seguir.

Gráfico 4 – Correlação entre volume de operações de crédito e volume de operações de FIDC

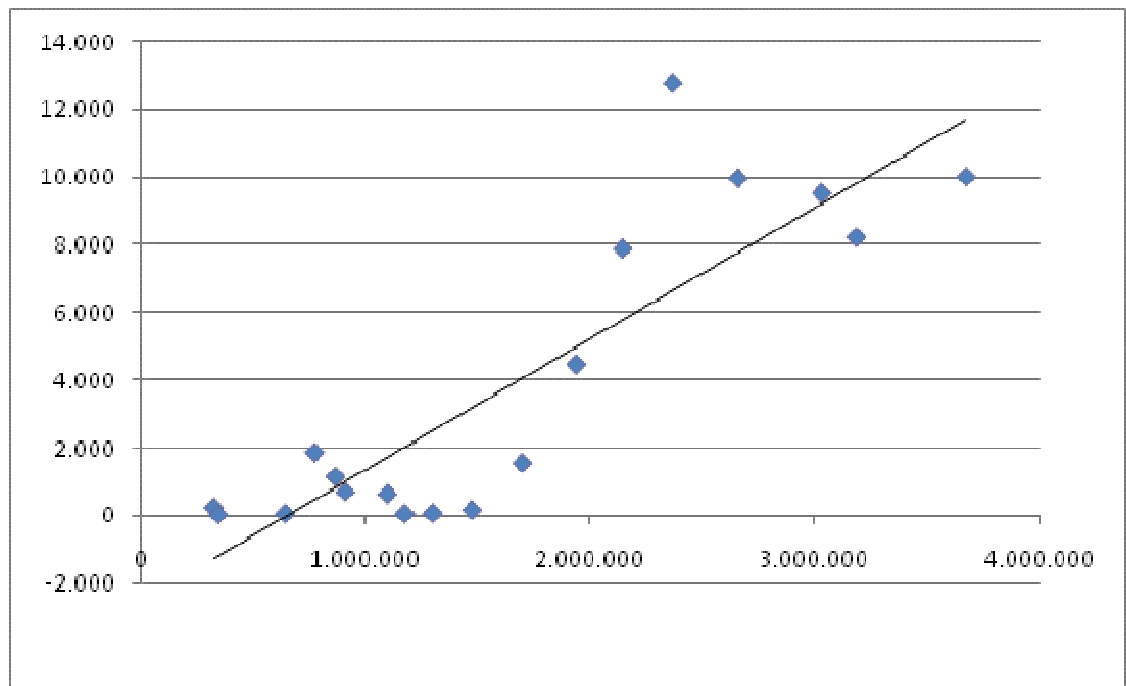


Fonte: Elaborado pelo Autor

No quadro acima, o eixo vertical encontram-se os valores das operações de FIDC – Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios em R\$ milhões e no eixo horizontal encontram-se os valores das operações de crédito, em R\$ milhões.

No anexo III, apresenta-se o montante de PIB - Produto Interno Bruto do Brasil, segundo os dados do IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, assim como o montante de Operações de Securitização de Recebíveis com FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios realizado em cada ano, segundo dados da CVM - Comissão de Valores Mobiliários, os quais mostram uma correlação menos acentuada de 86%.

Quadro 5 – Correlação entre PIB e montante anual de FIDC



Fonte: Elaborado pelo Autor.

No quadro acima, o eixo vertical encontram-se os valores das operações de FIDC – Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios em R\$ milhões e no eixo horizontal encontram-se os valores do PIB – Produto Interno Bruto, em R\$ milhões.

4 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

4.1 – Conclusões

As operações de securitização de recebíveis no Brasil antes da regulamentação dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios - FIDC atingiram o montante máximo em 1996, com R\$ 1,8 bilhões em operações efetuadas naquele ano.

Após a regulamentação dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC, houve um aumento expressivo no volume anual de operações de securitização de recebíveis no Brasil, que era de R\$ 150 milhões em 2002 e atingiu os R\$ 10 bilhões, alcançando o recorde deste tipo de operação em 2006, com R\$ 12,7 bilhões de operações efetuadas naquele ano.

A queda no volume de operações de securitização de recebíveis no Brasil em 2008 e 2009 foi atribuída à crise financeira mundial, porém em 2010 as operações de securitização de recebíveis no Brasil retomaram o mesmo patamar de 2007, o qual era em por volta de R\$ 10 bilhões por ano.

No primeiro período, compreendido entre 1993 e 2001, as operações de securitização de recebíveis apresentaram um fraco desempenho porque, no Brasil, se usava a estrutura tradicional do mercado financeiro internacional, com uma empresa SPE - Sociedade de Propósito específico, para qual havia a incidência de impostos, tributos e contribuições como: PIS - Programa de Integração Social, COFINS - Contribuição para Financiamento da Seguridade Social, IR - Imposto de Renda, CSLL - Contribuição Social sobre o Lucro Líquido e CPMF - Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira, o que elevava os custos das operações de securitização de recebíveis no Brasil.

Com a regulamentação dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC passou-se a usar, no Brasil, um Fundo de Investimentos e não uma empresa, eliminando assim, a incidência destes impostos.

Portanto, o grande crescimento das operações de securitização de recebíveis no Brasil, ocorreu por causa da desoneração tributária, após utilização do Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC.

O saldo de operações de FIDC - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios mostrou uma alta correlação, de 98%, com o saldo de operações de crédito dos bancos no Brasil.

4.2 – Limitações

O escopo deste trabalho tem seu objetivo em securitização de recebíveis no Brasil, as quais são feitas através de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC, portanto não abrangeu outras estruturas financeiras de securitização de recebíveis, como Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI, Fundos de Investimentos Imobiliários – FII e Certificado de Recebíveis do Agronegócio- CRA.

4.3 – Sugestões

O objetivo deste trabalho foi abordar as operações de securitização de recebíveis no Brasil, feitas através de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC.

Como sugestão para futuros trabalhos, apresenta-se o estudo da securitização de recebíveis no Brasil, que abrangeu, também, outras estruturas de securitização de recebíveis utilizadas no Brasil, como o Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI, os Fundos de Investimentos Imobiliários – FII e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA.

Através de um estudo mais amplo no futuro, será possível comparar se os resultados a serem obtidos, estarão de acordo com as conclusões do presente estudo.

5 – BIBLIOGRAFIA

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS, www.anbima.com.br acesso em 25/01/2011.

ANFAC – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS SOCIEDADES DE FOMENTO MERCANTIL, www.anfac.com.br acesso em 23/06/2011.

ASSAF NETO, Alexandre, Mercado Financeiro. 6ª Ed. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, www.bcb.gov.br acesso em 23/06/2011.

BANCO PINE S.A., www.bancopine.com.br acesso em 20/04/2011.

BORGES, Luiz Fernando Xavier, Securitização como parte da Segregação de Risco. Artigo da Revista do BNDES, vol. 6, nº 12, dezembro, 1999.

BRIGHAM, Eugene F.; WESTON, J. Fred, Fundamentos da Administração Financeira. Makron Books, 2000.

CAMINHA, Unie, Securitização. 2ª ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2007.

CARVALHO, Ana Carolina Mileo Gregatti Ferreira; DERNEIKA, Gustavo Novella; Proposta de um Indicador de Classificação de Risco de Empresas Brasileiras Baseado nos Modelos de Damodaran e da Agência S&P, com Utilização do AHP, Artigo da Universidade Federal de Itajubá, 2007.

CHINEN, Emerson Norio, Securitização de Recebíveis. Dissertação de Mestrado, Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP, 2002.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, www.cvm.gov.br acesso em 24/01/2011

DAMODARAN, Aswat, Finanças Corporativas Aplicadas – Manual do Usuário. São Paulo: Editora Bookman, 2002.

FAGUNDES, Carlos, Securitização – Inovação na Gestão de Créditos Bancários. Revista Tecnologia de Crédito, edição 11, 1998.

FAMÁ, Rubens; GRAVA, J. Willian, Liquidez e a Teoria dos Elementos Causadores de Insolvência. Caderno de Pesquisas em Administração, vol. 1, nº 12, 2º bimestre, 2000.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres B. de; SILVEIRA, Alexandre di Miceli da; A Estrutura de Capital é Relevante? Novas Evidências à Partir de Dados Norte-Americanos e Latino-Americanos, Caderno de Pesquisas em Administração, volume 1 número 12, 2º bimestre 2000.

FERREIRA, José Antonio Stark, Finanças Corporativas – Conceitos e Aplicações. Editora Pearson Prentice Hall, 2005.

FITCH RATINGS, Finanças Estruturadas – Securitização de Crédito no Brasil, Metodologia para Rating de Cartão de Crédito, Crédito ao Consumo, Financiamento de Veículos e Recebíveis Imobiliários. Relatório de Critério, dezembro, 2002.

FITCH RATINGS, Metodologia de Securitização de Fluxos Futuros de Recebíveis no Brasil. Relatório de Metodologia, fevereiro, 2005.

GAGGINI, Fernando S., Securitização de Recebíveis. Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003.

GAMBÔA, Celso Augusto; Securitização de Recebíveis, Revista Disclosure das Transações Financeiras, edição 1, outubro/1995.

HOJI, Masakazu; Administração Financeira, uma Abordagem Prática. 1ª Ed. Editora Atlas, São Paulo, 2001.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA, www.ibge.gov.br, acesso em 23/06/2011.

KAYO, Eduardo Kazuo, Estrutura de Capital e Oportunidades de Crescimento: Uma Análise de Determinantes do Endividamento em Diferentes Contextos Empresariais. Dissertação de Mestrado, FEA – USP, 1997.

KAYO, Eduardo Kazuo; FAMÁ, Rubens; Teoria de Agência e Crescimento: Evidências Empíricas dos Efeitos Positivos e Negativos do Endividamento, Caderno de Pesquisas em Administração, volume 2 número 5, 2º semestre 1997.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade, Metodologia do Trabalho Científico. 3ª Ed. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

LIMA NETO, Lucas, Securitização de Ativos. 1ª ed. São Paulo: Editora Zouk, 2007.

LUXO, José Carlos Augusto, O Impacto da Securitização de Ativos nos Indicadores Financeiros e no Beta das Empresas, Tese de Doutorado na Universidade de São Paulo, 2007.

MACHADO, Camilla D.; Securitização de Ativos Imobiliários no Brasil: Análise Comparativa com o México, Tese de Doutorado Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, outubro/ 2009.

MALTA, Nancy R. F., A Legitimidade do Protesto e da Execução do Boleto Bancário: Protesto, Assinatura Digital e Ação de Execução de Duplicata Virtual. Porto Alegre, 1ª Ed. Editora Sergio Fabris, 2005.

MARCONI, Marina de Andrade, Fundamentos de Metodologia Científica. 5ª Ed. Editora Atlas, 2003.

MATIAS, Alberto Borges, Finanças Corporativas de Curto Prazo. 1ª Ed. Editora Atlas, 2007.

MATTES, Mauro, Afinal, o que são Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios?, Revista Disclosure das Transações Financeiras, abril/maio de 2006.

MODIGLIANI, F., MILLER, M.; The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, American Economic review, june 1958.

MOODY'S INVESTOR SERVICE, Desmistificando Securitização para Investidores sem Proteção de Garantias. Global Credit Research, 2003.

MOODY'S INVESTOR SERVICE, A Evolução dos FIDCs no Mercado de Securitização Brasileiro. Relatório Especial, Finanças Estruturadas, outubro, 2005.

MOODY'S, www.moodys.com.br acesso em 20/03/2011

MORAES, Daniel Carrasqueira de, O SFI: A Securitização como Instrumento de Fomento do Crédito Imobiliário, Tese de Doutorado na Universidade de São Paulo FEA, 2008.

NORONHA, Ilene Patricia de, Securitização de Recebíveis Comerciais e Industriais. Tese de Doutorado, FEA – USP, 2004.

PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone, Securitização de Recebíveis – Uma Análise dos Riscos Inerentes, Tese de Doutorado na Universidade de São Paulo FEA, 2008.

PINHEIRO, Juliano Lima, Mercado de Capitais – Fundamentos e Técnicas. 3ª Ed. Editora Atlas / Bovespa, 2005.

RABBAT, Marcelo, Gerenciamento de Uma Carteira de Recebíveis: Uma Abordagem de Teoria de Controle. Tese de Doutorado, Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2002.

SAITO, Richard; TERRA, Paulo Renato Soares; SILVA, André Luiz Carvalhal; SILVEIRA, Alexandre di Miceli; Fórum o Cinquentenário de Modigliani & Miller: Reflexões sobre a Teoria e a Prática das Finanças no Brasil, Revista de Administração de Empresas volume 48, número 4, outubro/dezembro 2008.

SALOMÃO NETO, Eduardo, O Trust e o Direito Brasileiro, Editora LTR, São Paulo, 1996.

SECURATO, José Roberto, Crédito Análise e Avaliação do Risco. São Paulo: Editora Saint Paul Institute of Finance, 2002.

SEVERINO, A.J. Metodologia do Trabalho Científico. 23ª ed. São Paulo: Cortez Editora, 2007.

SOUSA, Almir Ferreira de; LUPORINE, Carlos Eduardo de Mori; Souza, MILANEZ SILVA de, Gestão do Capital de Giro. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, vol. 1, número 3, 2º semestre, 1997.

SOUZA, Adriano Boni de; Securitização de Recebíveis da Agroenergia: Um Estudo de Caso Baseado em Títulos do Agronegócio, Dissertação de Mestrado Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010

SR RATING, www.srrating.com.br acesso em 02/04/2011

STANDARD AND POORS, www.standardandpoors.com.br acesso em 20/03/2011

THE WALL STREET JOURNAL, www.wsj.com, acessado em 07/06/2011

VIAN, Ademiro; Securitização de Recebíveis. 1ª ed. São Paulo: Editora IBCB, 1997.

Anexo I

Pesquisa realizada com dados disponibilizados pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), referente às emissões públicas de debêntures no período compreendido entre 1993 e 2001, assim como os dados na página da internet da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), referentes às operações de FIDC (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios), no período de 2002 até 2010.

1993

MESBLA TRUST RECEBÍVEIS CARTÃO CRÉDITO S.A.	220.751.856,00
---	----------------

Total de Emissões 1993: 1

Total de Empresas que Emitiram em 1993: 1

Valor Total de Emissões 1993: R\$ 220.751.856,00

1994

MESBLA TRUST RECEBÍVEIS CARTÃO CRÉDITO S.A.	12.340.755,43
---	---------------

Total de Emissões 1994: 1

Total de Empresas que Emitiram em 1994: 1

Valor Total de Emissões 1993: R\$ 12.340.755,43

1995

MAPPIN TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	12.000.000,00
---------------------------------	---------------

MAPPIN TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	12.000.000,00
---------------------------------	---------------

MAPPIN TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	12.000.000,00
---------------------------------	---------------

Total de Emissões 1995: 3

Total de Empresas que Emitiram em 1995: 1

Valor Total de Emissões 1995: R\$ 36.000.000,00

1996

EMBRAH TRUST S.A.	25.000.000,00
GC ADMINISTRADORA DERECEBÍVEIS S.A.	30.000.000,00
ROSSI SECURITIES	839.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
ROSSI SECURITIES	833.000,00
GAFISA SPE-1 S.A.	2.474.000,00

GAFISA SPE-1 S.A.	2.505.000,00
GAFISA SPE-1 S.A.	2.773.000,00
GAFISA SPE-1 S.A.	2.788.000,00
GAFISA SPE-1 S.A.	2.414.000,00
GAFISA SPE-1 S.A.	2.136.000,00
GAFISA SPE-1 S.A.	2.007.000,00
GAFISA SPE-1 S.A.	1.582.000,00
GAFISA SPE-1 S.A.	519.000,00
GAFISA SPE-1 S.A.	1.558.000,00
BAHIATRUST DE RECEBÍVEIS	50.000.000,00
BAHIATRUST DE RECEBÍVEIS	50.000.000,00
BAHIATRUST DE RECEBÍVEIS	50.000.000,00
BAHIATRUST DE RECEBÍVEIS	50.000.000,00
BAHIATRUST DE RECEBÍVEIS	50.000.000,00
BULHÕES CARVALHO DA FONSECA NOTES S.A.	8.000.000,00
AUFERVILLE TRUST S.A.	10.260.000,00
FG TRUST S.A.	6.213.221,96
CIDADELA TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	15.000.000,00
RIO POTIGUAR CIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS	48.900.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00

UNI CIDADE SPTRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	40.000.000,00
BOMPREÇO TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	5.000.000,00
BOMPREÇO TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	5.000.000,00
BOMPREÇO TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	10.000.000,00
BOMPREÇO TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	10.000.000,00
BOMPREÇO TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	10.000.000,00
TRK BRASIL TRUST S.A.	50.000.000,00
CIA PROPÓSITO ESPECÍFICO PENÍNSULA TUCURUÇUTUBA	18.000.000,00
UNI CIDADE TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	40.000.000,00
CHEMICAL TRUST S.A.	180.000.000,00
TELETRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	1.000.000,00
TELETRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	25.000.000,00
MC TRUST S.A.	50.000.000,00
ULBRA RECEBÍVEIS S.A.	205.000.000,00
FININVEST TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	80.000.000,00
TELETRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	6.000.000,00
GLOBAL TRUST S.A.	250.000.000,00
NAÇÕES CIA SECURITIZADORA DE CRÉDITO	2.400.000,00
TELETRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	368.000.000,00
SERNAMBETIBA TRUST SPE S.A.	12.000.000,00

Total de Emissões 1996: 67

Total de Empresas que Emitiram em 1996: 23

Valor Total de Emissões 1996: R\$ 1.852.844.222,00

1997

GAFISA SPE-1 S.A.	2.007.000,00
GAFISA SPE-1 S.A.	1.582.000,00
GAFISA SPE-1 S.A.	519.000,00
GAFISA SPE-1 S.A.	1.558.000,00
BAHIA TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	50.000.000,00
BAHIA TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	50.000.000,00
BAHIA TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	50.000.000,00
BAHIA TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	50.000.000,00
BAHIA TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	50.000.000,00
BULHÕES CARVALHO DA FONSECA NOTES S.A.	8.000.000,00
AUFERVILLE TRUST S.A.	10.260.000,00
FG TRUST S.A.	6.213.221,96
RIO POTIGUAR CIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS	48.,900.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
UNI CIDADE SPTRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	40.000.000,00
TRK BRASIL TRUST S.A.	50.000.000,00
CIA PROPÓSITO ESPECÍFICO PENINSULA TUCURUÇUTUBA	18.000.000,00
UNIVER CIDADE TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	40.000.000,00
CHEMICAL TRUST S.A.	180.000.000,00
ULBRA RECEBÍVEIS S.A.	205.000.000,00
MC TRUST S.A.	50.000.000,00

FININVEST TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	80.000.000,00
NAÇÕES CIA SECURITIZADORA DE CRÉDITO	2.400.000,00
Total de Emissões 1997: 54	
Total de Empresas que Emitiram em 1997: 18	
Valor Total de Emissões 1997: R\$ 1.127.793.222,00	

1998

EMBRAH TRUST S.A.	25.000.000,00
BULHÕES CARVALHO DA FONSECA NOTES S.A.	8.000.000,00
AUFERVILLE TRUST S.A.	10.260.000,00
FG TRUST S.A.	6.213.221,96
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
METAL TRUST S.A.	8.045.000,00
UNI CIDADE SPTRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	40.000.000,00
TRK BRASIL TRUST S.A.	50.000.000,00
CIA PROPÓSITO ESPECÍFICO PENINSULA TUCURUÇUTUBA	18.000.000,00
UNIVER CIDADE TRUST DE RECEBÍVEIS S.A.	40.000.000,00
CHEMICAL TRUST S.A.	180.000.000,00
ULBRA RECEBÍVEIS S.A.	205.000.000,00
MC TRUST S.A.	50.000.000,00

NAÇÕES CIA SECURITIZADORA DE CRÉDITO 2.400.000,00

Total de Emissões 1998: 19

Total de Empresas que Emitiram em 1998: 12

Valor Total de Emissões 1998: R\$ 691.188.222,00

1999

AUFERVILLE TRUST S.A. 10.260.000,00

RIO POTIGUAR CIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS 48.900.000,00

UNI CIDADE SPTRUST DE RECEBÍVEIS S.A. 40.000.000,00

TRK BRASIL TRUST S.A. 50.000.000,00

UNIVER CIDADE TRUST DE RECEBÍVEIS S.A. 40.000.000,00

CHEMICAL TRUST S.A. 180.000.000,00

ULBRA RECEBÍVEIS S.A. 205.000.000,00

MC TRUST S.A. 50.000.000,00

Total de Emissões 1999: 8

Total de Empresas que Emitiram em 1999: 7

Valor Total de Emissões 1999: R\$ 624.160.000,00

2000

RR SPE EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A. 34.060.000,00

Total de Emissões 2000: 1

Total de Empresas que Emitiram em 2000: 1

Valor Total de Emissões 2000: R\$ 34.060.000,00

2001

RIO POTIGUAR CIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS	48.900.000,00
---	---------------

Total de Emissões 2001: 1

Total de Empresas que Emitiram em 2001: 1

Valor Total de Emissões 2001: R\$ 48.900.000,00

2002

FIDC BGNMAX	50.000.000,00
-------------	---------------

BMG FIDC SERVIDORES PUBLICOS I	100.000.000,00
--------------------------------	----------------

Total de Emissões 2002: 2

Total de Empresas que Emitiram em 2002: 2

Valor Total de Emissões 2002: R\$ 150.000.000,00

2003

FIDC OMNI VEICULOS I	50.000.000,00
----------------------	---------------

FIDC CATERPILLAR	60.000.000,00
------------------	---------------

FIDC PIPS CAIXA BRASIL CONSTRUIR RESID.CIDADE SP	105.000.000,00
--	----------------

CHEMICAL FIDC	200.000.000,00
---------------	----------------

PARMALAT FIDC	150.000.000,00
---------------	----------------

PERDIGAO FIDC	80.000.000,00
---------------	---------------

PAO DE ACUCAR FIDC	400.000.000,00
--------------------	----------------

GP AETATIS II FIDC IMOBILIARIOS	100.000.000,00
---------------------------------	----------------

GP AETATIS I FIDC IMOBILIARIOS	200.000.000,00
--------------------------------	----------------

CONCORDIA FIDC	120.000.000,00
FIDC BCSUL VERAX CREDITO CONSIGNADO I	75.000.000,00
Total de Emissões 2003: 11	
Total de Empresas que Emitiram em 2003: 10	
Valor Total de Emissões 2003: R\$ 1.540.000.000,00	

2004

ASM FIDC FCVS	600.000.000,00
FIDC CESP	450.000.000,00
ASM FIDC CARTEIRA IMOBILIARIA	1.000.000.000,00
BANCO LUSO FIDC EMPREST. COM CONSIG.EM FOLHA	73.000.000,00
FIDC LOJAS COLOMBO	160.000.000,00
GP AETATIS II FIDC IMOBILIARIOS	150.000.000,00
FIDC MATONE - EMPRÉSTIMOS A SERVIDORES FEDERAIS	75.000.000,00
FIDC SANSUY	20.250.000,00
BMG FIDC SERVIDORES PUBLICOS III	112.500.000,00
FURNAS I FIDC	336.350.000,00
BONSUCESSO FIDC EMPREST.COM CONSIG.EM FOLHA	38.500.000,00
GRADIENTE ELETRONICA FIDC	41.250.000,00
BMG FIDC SERVIDORES PÚBLICOS II	83.360.000,00
FEDERAL FIDC	1.500.000,00
BMG FIDC SERVIDORES PÚBLICOS II	82.640.000,00
FIDC BANCOOP I	60.000.000,00
FIDC BGNPREMIUM I CREDITO CONSIGNADO	100.000.000,00
AMANCO FIDC	48.000.000,00

FIDC MILLINGMAX	50.000.000,00
SCHAHIN CIFRA SERVIDORES PUBLICOS FIDC	80.000.000,00
MULTI RECEBIVEIS FIDC	28.000.000,00
FIDC TAHITI	40.000.000,00
BMG FIDC SERVIDORES PÚBLICOS II	150.000.000,00
RB FIDUCIA HIGH INCOME INSTITUCIONAL FIDC	150.000.000,00
CONCÓRDIA POLARIS FIDC	50.750.000,00
FIDC CREDIMAX	50.000.000,00
COPEL FIDC	125.000.000,00
FIDC CPFL PIRATININGA	300.000.000,00
CONCORDIA POLARIS FIDC	5.000.000,00

Total de Emissões 2004: 29

Total de Empresas que Emitiram em 2004: 25

Valor Total de Emissões 2004: R\$ 4.461.100.000,00

2005

FIDC GP INSS I	100.000.000,00
FIDC BCSUL VERAX CRÉDITO CONSIGNADO II	112.500.000,00
OURINVEST FIDC - VEÍCULOS ("FUNDO")	8.000.000,00
CREDIBEL FIDC - VEÍCULOS E INSS	17.500.000,00
BMG FIDC CONSIGNADO PRIVADO I	297.500.000,00
FIDC ANHANGUERA	600.000.000,00
FIDC EMPRESARIAL LP	2.500.000,00
FIDC MATONE CONSIGNADOS	150.000.000,00
FIDC FICSA FINANCIAMENTO DE VEÍCULOS	35.000.000,00

IBITRUST FIDC FINANCEIROS	80.000.000,00
CHEMICAL II FIDC	400.000.000,00
FIDC - INSS II	85.000.000,00
MELLON FIDC - ROYALTIES DE PETROLEO	600.000.000,00
FIDC BGN - LIFE - CRÉDITO CONSIGNADO	100.000.000,00
FIDC MOTOROLA INDUSTRIAL.	538.000.000,00
OURINVEST FIDC – VEICULOS	8.000.000,00
FIDC CESP II	650.000.000,00
LECCA FUNDO DE INVEST.EM DIREITOS CREDITÓRIOS	45.000.000,00
GRADIENTE ELETRONICA FIDC	37.500.000,00
FUNDO DE INVEST.EM DIREITOS CREDITÓRIOS ZOOMP	48.000.000,00
OURINVEST FIDC – VEICULOS	8.000.000,00
GP AETATIS II FIDC IMOBILIARIOS	84.125.001,54
OURINVEST FIDC – VEICULOS	8.000.000,00
FIDC BMC PREMIUM - VEÍCULOS.	100.000.000,00
ECCELERA FUNDO DE INVEST.EM DIREITOS CREDITÓRIOS	202.500.000,00
FIDC ABIMAQ	20.000.000,00
BONSUCESO FIDC EMPREST.COM CONSIG.EM FOLHA	50.000.000,00
FIDC CATAGUAZES-LEOPOLDINA	210.000.000,00
FIDC QUALITY ENERGIA	1.000.000.000,00
MULTI RECEBIVEIS FIDC	40.000.000,00
FIDC BES I Crédito Consignado.	50.000.000,00
FUNDO DE INVEST.EM DIREITOS CREDITÓRIOS - INSS I	300.000.000,00
FIDC EXODUS I.	500.000,00
FIDC BGN LIFE CREDITO CONSIGNADO	300.000.000,00
MAXCRED FIDC.	100.000.000,00

FURNAS II - FUNDO DE INVEST.EM DIREITOS CREDITÓRIOS	900.000.000,00
FICAP FIDC	40.000.000,00
OURINVEST FIDC VEÍCULOS	8.000.000,00
PINE CRÉDITO CONSIGNADO I FIDC	77.000.000,00
FIDC BGNPREMIUM I CREDITO CONSIGNADO	50.000.000,00
FIDC BCSUL VERAX CRÉDITO CONSIGNADO II	112.500.000,00
FIDC OMNI VEICULOS II	104.000.000,00
BMG FIDC - SERVIDORES PÚBLICOS IV.	120.000.000,00
TRIBANCO-MARTINS FIDC	80.000.000,00

Total de Emissões 2005: 44

Total de Empresas que Emitiram em 2005: 47

Valor Total de Emissões 2005: R\$ 7.879.125.002,00

2006

FIDC NÃO-PADRONIZADOS CEEE II	100.000.000,00
POLO PRECATÓRIO FEDERAL FIDC NÃO-PADRONIZADOS	100.000.000,00
BMG FIDC – VEÍCULOS	500.000.000,00
BV FINANCEIRA FIDC II	1.017.000.000,00
BMG FIDC - CRÉDITOS CONSIGNADOS VI	207.500.000,00
FIDC BGNPREMIUM I CONSIGNADO	150.000.000,00
FATOR AUTOPAN FIDC - CDC VEÍCULOS	100.000.000,00
FIDC FORNECEDORES PETROBRAS BR1 – INDL. E SERVIÇOS	100.000.000,00
FIDC MULTI INFRA	6.000.000,00
ABN AMRO REAL FIDC AYMORÉ FINANC AM DE VEÍC	255.000.000,00
FIEP INDUSTRIAL FICD	130.000.000,00

FIDC BCSUL VERAX MULTICRED FINANCEIRO	150.000.000,00
BV FINANCEIRA FIDC I	2.112.399.200,00
FINEXIA TELECOM FIDC COMERCIAIS E DE SERVIÇOS	200.000.000,00
FIDC RURAL CONSIGNADOS	100.000.000,00
IDEAL EDUCAÇÃO II - PUC MG FIDC	3.000.000,00
CREDIBEL FIDC II – VEÍCULOS	56.000.000,00
FIDC INDÚSTRIA EXODUS I	5.000.000,00
GOIÁS I – FIDC	6.000.000,00
COBRA FIDC COMERCIAIS	250.200.000,00
FIDC OMNI VEÍCULOS III	100.000.000,00
V1 FIDC AGRO	150.000.000,00
FIDC DESO – DEB.DA CIA DE SANEAMENTO DE SERGIPE	50.000.000,00
UNION NATIONAL FIDC FINANCEIROS E MERCANTIS	105.000.000,00
FIDC BMC PREMIUM – VEÍCULOS	100.000.000,00
RURAL FIDC - CRÉDITO CONSIGNADO PRIVADO I	240.000.000,00
FIDC CESP III	650.000.000,00
KOBOLD FIDC MERCANTIS	35.000.000,00
SATÉLITE FIDC MERCANTIS	10.000.000,00
FIDC CANGURU	40.000.000,00
FIDC CONSIGNADOS JP MORGAN I	100.000.000,00
F BONSUCESSO IDC EMPRESTIMO EM FOLHA	80.000.000,00
FIDC DEDINI-DULCINI AGROINDUSTRIAL	76.000.000,00
FIDC PARANÁ BANCO I	86.250.000,00
BV FINANCEIRA FIDC II	1.000.000.000,00
FIDC ROYALTIES SE	40.000.000,00
BANCOOB FIDC FINANCEIROS	100.000.000,00

MAXCRED FIDC	50.000.000,00
FIDC RB MULTISEGMENTOS I	1.000.000,00
MULTI RECEBIVEIS FIDC	40.000.000,00
FIDC BCSUL VERAX CRÉDITO CONSIGNADO II	75.000.000,00
BV FINANCEIRA - FIDC I	500.000.000,00
DAYCOVAL FIDC	132.000.000,00
FIDC DE TELEFONIA E PREST.SERVIÇOS MULTICARTEIRA	100.000.000,00
BMG FIDC - CRÉDITOS CONSIGNADOS V	207.500.000,00
FIDC DACASA FINANCEIRA (GRUPO DADALTO)	80.000.000,00
FIDC RIO AMAZONAS MULTICARTEIRA	9.000.000,00
FIDC RURAL CONSIGNADOS	100.000.000,00
FIDC AMÉRICA MULTICARTEIRA	500.000.000,00
FIDC MARCOPOLO FINANCEIRO	96.000.000,00
USACIGA FIDC	42.500.000,00
FIDC ABN AMRO AYMORÉ – FINANC. AM DE VEÍCULOS	255.000.000,00
FIDC FORNECEDORES PETROBRAS	100.000.000,00
FIDC TIGRE INDUSTRIAL	127.500.000,00
FIDC SABESP I	250.000.000,00
GRUPO BRASIL FIDC DO SEGMENTO INDUSTRIAL	85.000.000,00
FIDC CEEE	115.450.000,00
UNION NATIONAL FIDC FINANCEIROS E MERCANTIS	50.000.000,00
FIDC EXODUS I	10.000.000,00
CEMIG - FIDC CONTA CRC	900.000.000,00
FIDC QUERO-QUERO FINANCEIRO	51.000.000,00
FIDC BCSUL VERAX MULTICRED FINANCEIRO	280.000.000,00
FIDC CAIUÁ	110.100.000,00

Total de Emissões 2006: 63

Total de Empresas que Emitiram em 2006: 53

Valor Total de Emissões 2006: R\$ 12.777.399.200,00

2007

CONCORDIA FIDC	210.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL MILLIGAN LP	300.000,00
FIDC CEEE III-GT	150.000.000,00
FIDC ENERGISA	150.000.000,00
BMG FIDC - CRÉDITOS CONSIGNADOS VI	117.956.065,19
CELESC I - FIDC MERCANTIS	200.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL EMPRESARIAL LP	8.000.000,00
TEUTO - FIDC COMERCIAIS	21.250.000,00
MULTI RECEBIVEIS II FIDC	40.000.000,00
FIDC TRADEMAX PETROQUIMICO	50.000.000,00
MSQUARE MULTICARTEIRA FIDC NÃO-PADRONIZADOS	150.000.000,00
RECOVERY DO BRASIL FIDC NP MULTISSETORIAL	500.000.000,00
TREND BANK FOMENTO FIDC – CREDITMIX	100.000.000,00
UNION NATIONAL FIDC FINANCEIROS E MERCANTIS	155.000.000,00
V1 FIDC AGRO	999.999.612,64
FIDC OMNI VEÍCULOS III	200.000.000,00
PAO DE ACUCAR FIDC	130.000.000,00
MPD KC FIDC IMOBILIARIOS	18.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL VALECREC LP	7.500.000,00
FIDC MULTISSETORIAL ODYSSEY CREDITARIO LP	1.000.000,00

FIDC MULTISSETORIAL PROSPECTA LP	1.200.000,00
FIDC BVA - CREDITO CONSIGNADO	90.000.000,00
UNION NATIONAL AGRO+ FIDC FINANCEIROS AGRO	505.000.000,00
FIDC BRAZIL PLUS – MULTISEGMENTOS	200.000.000,00
FIDC SEPROSP SERVIÇOS	100.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL EMPRESARIAL LP	6.000.000,00
MULTI RECEBIVEIS FIDC	8.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL SILVERADO MAXIMUM	50.000.000,00
FIDC TREND BANK BANCO DE FOMENTO – MULTISSETORIAL	100.000.000,00
FIDC NÃO-PADRONIZADOS TRATEX PRECATÓRIO I	340.000.000,00
CARVAL MASTER FIDC MULTICARTEIRA - NP	50.000.000,00
FIDC MULTICARTEIRA - NÃO PADRONIZADO – CAMPOS	25.000.000,00
FIDC PANAMERICANO VEICULOS I	350.000.000,00
MÁXIMA FIDC - CRÉDITO CONSIGNADO I	50.000.000,00
FIDC OMNI VEICULOS – V	100.000.000,00
FIDC CESP IV	1.250.000.000,00
FIDC PAULISTA – VEÍCULOS	100.000.000,00
BRASIL FIDC NP FCVS	500.000.000,00
UNION NATIONAL FIDC FINANCEIROS E MERCANTIS	105.000.000,00
FIDC EMAE – ENERGIA	67.000.000,00
FIDC LAVORO MULTICREDITO	30.000.000,00
INGRESSO FACIL FIDC - NOTAS PROMISSORIAS	15.000.000,00
FIDC BRAZIL PLUS – MULTISEGMENTOS	200.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL VALECREDP LP	7.500.000,00
FIDC TRADEMAX PETROQUIMICO	50.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL JCP-SUL LP	500.000,00

FIDC MULTISECTORIAL REDFACTOR LP	3.750.000,00
MAIASTRA - FIDC IMOBILIARIOS	9.000.000,00
FIDC INTERMEDIUM CREDITOS CONSIGNADOS	60.000.000,00
F MATONE IDC IV - EMPRESTIMOS CONSIGNADOS	75.000.000,00
FIDC MULTISECTORIAL ESHER LP	1.000.000,00
OURINVEST FIDC FINANCEIROS – SUPPLIERCARD	1.000.000.000,00
FIDC PETROFLEX II	100.000.000,00
BMG FIDC - CRÉDITOS CONSIGNADOS VI	300.000.000,00
FIDC BCSUL VERAX CRÉDITO CONSIGNADO II	150.000.000,00
FIDC MULTISECTORIAL HOPE LP	5.000.000,00
FIDC PARANÁ BANCO II	100.000.000,00
FAMCRED FIDC MULTISECTORIAL	600.000,00
FIDC MULTI-RECEBÍVEIS COM., DE SERVIÇOS E INDUSTRIAIS	30.000.000,00
RURAL FIDC - CRÉDITO FINANCEIRO CORPORATIVO I	240.000.000,00
FIDC SABEMI FINANCEIRO	75.000.000,00
FIDC MATONE EMPRÉST.CONSIG.- SERVIDORES PÚBLICOS	100.000.000,00
FIDC OMNI VEÍCULOS IV	50.000.000,00
FIDC-NP CIA PAULISTA DE TRENS METROPOLITANOS–CPTM	150.000.000,00
CRÉDITO UNIVERSITÁRIO FIDC	3.000.000,00

Total de Emissões 2007: 65

Total de Empresas que Emitiram em 2007: 58

Valor Total de Emissões 2007: R\$ 9.961.555.678,00

2008

BMA FIDC MULTISECTORIAL	500.000,00
-------------------------	------------

DB MASTER FIDC NP DE PRECATORIOS FEDERAIS	50.000.000,00
FIDC ENERGISA 2008	100.000.000,00
ITAPEVA II MULTICARTEIRA FIDC NP	300.000.000,00
IDEAL EDUCAÇÃO FIDC	150.000.000,00
UNION NATIONAL FIDC FINANCEIROS E MERCANTIS	105.000.000,00
FIDC SABEMI FINANCEIRO II	100.000.000,00
FIDC DA INDÚSTRIA EXODUS I	70.000.000,00
FIDC DA INDUSTRIA EXODUS II	46.500.000,00
CRÉDITO UNIVERSITÁRIO FIDC	150.000.000,00
FIDC NP PRECATORIOS FEDERAIS DB II	75.000.000,00
MULTI RECEBIVEIS II FIDC	40.000.000,00
FIDC MERCANTIS AGRO MS	50.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL MACRO FUND LP	500.000,00
FIDC MULTISSETORIAL SILVERADO MAXIMUM	15.000.000,00
MAXCRED II CRÉDITO CONSIGNADO – FIDC	150.000.000,00
FIDC FINANCEIROS CREDIPAR I	60.000.000,00
UNION NATIONAL FIDC FINANCEIROS E MERCANTIS	205.000.000,00
FIDC NP OBRAS CIVIS DE BH	250.000.000,00
PETRA MERCANTIL I FIC-FIDC	140.000.000,00
FIDC MERCANTIL DO BRASIL FINANCEIRA VEICULOS I	115.000.000,00
FIDC MERCANTIS ATHOS FARMA – DISTRIB.FARMACÊUTICA	167.500.000,00
FIDC NP - PRECATORIO FEDERAL 4870-1	165.000.000,00
Z1+ FIDC FINANCEIROS E MERCANTIS	250.000.000,00
MENDES JÚNIOR - CRÉDITO JUDICIAL FIDC NP	1.001.000.000,00
GREGORIUS FIDC NÃO-PADRONIZADOS	500.000.000,00
CSHG MULTICARTEIRA FIDC NP	5.000.000,00

FIDC MULTISSETORIAL SILVERADO MAXIMUM	50.000.000,00
QUATÁ FIDC MULTISSETORIAL	200.000.000,00
BANIF FIDC AGRO I	82.500.000,00
VISION BRAZIL FIDC AGRO – MULTICRÉDITO	200.000.000,00
RURAL FIDC - EMPRÉSTIMOS CONSIGNADOS	100.000.000,00
FIDC INTERMEDIUM CREDITOS CONSIGNADOS	60.000.000,00
FIDC PAULISTA - VEÍCULOS II	100.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL SM LP	18.750.000,00
DAYCOVAL VEICULOS FIDC	300.000.000,00
FIDC BICBANCO SAUDE GARANTIDA	200.000.000,00
FIDC DA INDUSTRIA EXODUS III – BRZ	25.000.000,00
FIDC - DEUTSCHE BANK-BER CAPITAL AGRONEGÓCIOS	200.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL DELTA LP	1.500.000,00
IDEAL EDUCAÇÃO FIDC NP	200.000.000,00
MC FIDC CREDITO CONSIGNADO INSS	1.000.00.000,00
FIDC MULTISSETORIAL DANIELE LP	1.000.000,00
BANCOOB FIDC FINANCEIROS	100.000.000,00
UNION NATIONAL FIDC FINANCEIROS E MERCANTIS	205.000.000,00
FIDC BGN - LIFE - CRÉDITO CONSIGNADO	150.000.000,00
FIDC CONSIGNADOS PORTFOLIO I	100.000.000,00
FIDC NP FCVS	500.000.000,00
BVA FIDC - CRÉDITO FINANCEIRO CORPORATIVO	120.000.000,00
FIDC NÃO-PADRONIZADOS PRECATÓRIOS FEDERAIS DB 1	110.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL PROSPECTA LP	5.000.000,00
MAXCRED FIDC	120.000.000,00
BMG FIDC CONSIGNADOS PUBLICOS VII	207.500.000,00

CHEMICAL III - FIDC - INDUSTRIA PETROQUIMICA	324.000.000,00
GRUPO BRASIL FIDC DO SEGMENTO INDUSTRIAL	51.000.000,00
FIDC OMNI VEICULOS - V	200.000.000,00
FIDC BICBANCO CREDITO CONSIGNADO	150.000.000,00
CRÉDITO UNIVERSITÁRIO FIDC	60.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL ASIA LP	7.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL RADICE LP	1.600.000,00
FIDC DA INDÚSTRIA EXODUS I	10.000.000,00
BANIF FIDC MULTISEGMENTOS	100.000.000,00

Total de Emissões 2008: 62

Total de Empresas que Emitiram em 2008: 55

Valor Total de Emissões 2008: R\$ 9.520.850.000,00

2009

FCM FIDC MERCANTIS E SERVIÇOS	127.500.000,00
FIDC BCSUL VERAX CRÉDITO CONSIGNADO II	300.000.000,00
FIDC FORNECEDORES PETROBRAS – INDL. E SERVIÇOS	72.500.000,00
FIDC FORNECEDORES DA PETROBRAS BR2 - INDL E SERVIÇOS	80.000.000,00
OURINVEST FIDC FINANCEIROS - SUPPLIERCARD	1.223.082.727,10
CRÉDITO CORPORATIVO BRASIL – FIDC	2.880.000.000,00
BV FINANCEIRA - FIDC III	500.000.000,00
FIDC DA INDUSTRIA EXODUS III - BRZ	7.500.000,00
NSG FIDC FCVS	1.250.000,00
FIDC BANCO GMAC – FINANCIAM. A CONCESSIONÁRIAS	206.825.000,00
QT IPCA FIDC JUROS REAL	500.000.000,00

MULTI RECEBIVEIS II FIDC	50.000.000,00
NIK I MULTICARTEIRA FIDC	100.000.000,00
FIDC MULTISETORIAL SILVERADO MAXIMUM	70.000.000,00
FIDC – SETRANSP	142.000.000,00
FIDC CEEE IV-D	130.000.000,00
CHEMICAL IV - FIDC - INDÚSTRIA PETROQUÍMICA	245.000.000,00
DB MASTER FIDC NP DE PRECATORIOS FEDERAIS	7.000.000,00
COBRA FIDC COMERCIAIS II	150.000.000,00
FIDC NP MULTISEGMENTOS CREDITSTORE	120.000.000,00
VERAX IAA FIDC NP	200.000.000,00
FIDC CEEE V-GT	200.000.000,00
FIDC MULTISETORIAL LEGO LP	5.000.000,00
FIDC NP SILVERADO OUTLIER	25.000.000,00
PROXSERVICE FIDC MULTISEGMENTOS	20.000.000,00
ENNERGHY FIDC NP – CRÉD.JUDIC.CONTRA ELETROBRÁS	350.000.000,00
TREND BANK MULTICREDIT – FIDC	500.000.000,00

Total de Emissões 2009: 27

Total de Empresas que Emitiram em 2009: 25

Valor Total de Emissões 2009: R\$ 8.212.657.727,00

2010

BMG FIDC ABERTO CRÉDITO CONSIGNADO – RPPS	100.000.000,00
CHEMICAL VI - FIDC - INDÚSTRIA PETROQUÍMICA	588.000.000,00
FIDC FINANCEIROS CREDIPAR MAIS	100.000.000,00
FIDC LOJAS RENNER	350.000.000,00

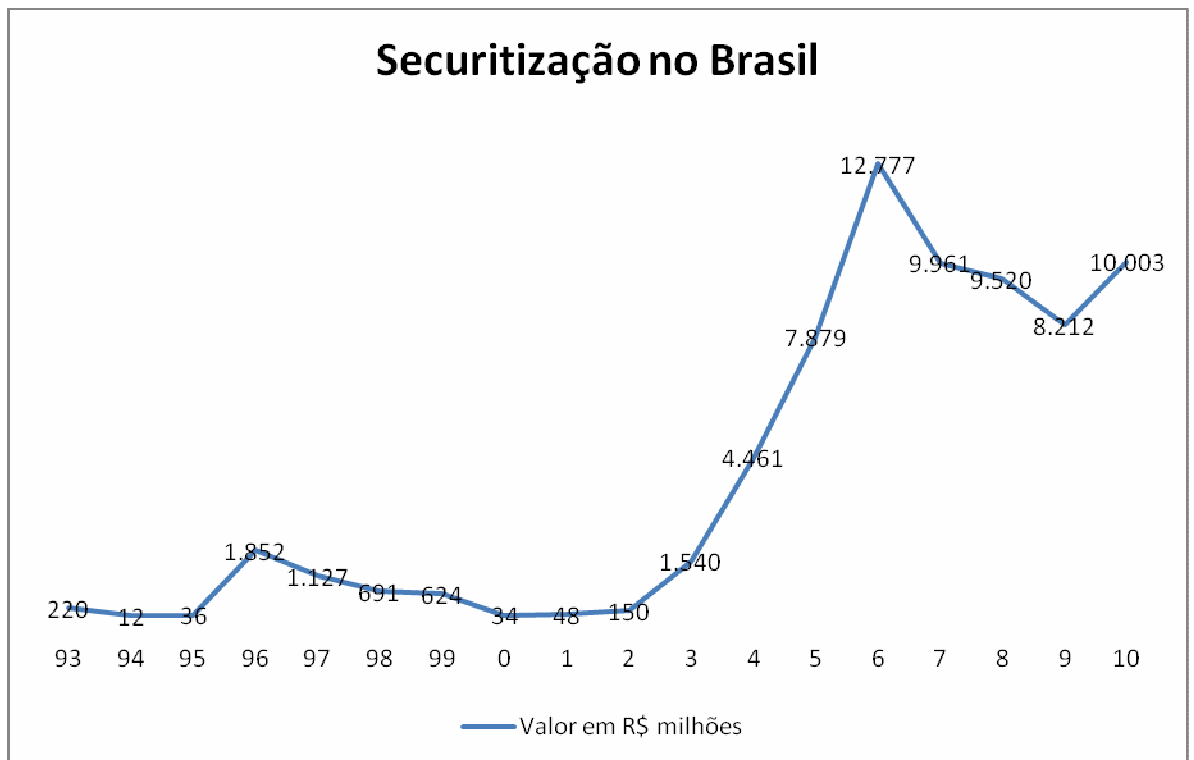
FIDC BANCO GMAC – FINANC. A CONCESSIONÁRIAS	200.000.000,00
VINCI CRÉDITO E DESENVOLVIMENTO I – FIDC	1.850.000.000,00
GLOBEX FIDC - CRÉDITO MERCANTIL	1.166.600.000,00
FIDC MULTISSETORIAL BVA MASTER III	195.000.000,00
BMG FIDC - CRÉDITOS CONSIGNADOS VIII	300.000.000,00
FIDC MATONE VI	200.000.000,00
SUL INVEST FIDC - MULTISSETORIAL	35.000.000,00
MULTI RECEBIVEIS II FIDC	60.000.000,00
BV FINANCEIRA FIDC IV	2.000.000.000,00
LEME MULTISSETORIAL IPCA FIDC	300.000.000,00
PRASS FIDC	200.000.000,00
CRÉDITO UNIVERSITÁRIO FIDC	40.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL SILVERADO MAXIMUM	125.000.000,00
CHEMICAL V - FIDC - INDÚSTRIA PETROQUÍMICA	294.000.000,00
FIDC BICBANCO CRÉDITO CORPORATIVO	192.500.000,00
FIDC MULTISSETORIAL BVA MASTER II	130.000.000,00
FIDC DA CIA DE SANEAMENTO AMBIENTAL DO DF–CAESB	120.000.000,00
BONSUCESSO FIDC - CRÉDITO CONSIGNADO	200.000.000,00
FIDC DA INDÚSTRIA EXODUS I	160.000.000,00
BBIF MASTER FIDC LP	600.000.000,00
IDEIASNET FIDC - RECEBÍVEIS COMERCIAIS E SERVIÇOS	22.500.000,00
COMANCHE CLEAN ENERGY FIDC MERCANTIS	80.000.000,00
WTD - FIDC NP PRECATÓRIOS ALIMENTÍCIOS FEDERAIS	100.000.000,00
FIDC CONSIGNADOS PORTFÓLIO II	100.000.000,00
FIDC MULTISSETORIAL SILVERADO MAXIMUM	15.000.000,00
FIDC MERCANTIS MONSANTO	180.000.000,00

Total de Emissões 2010: 30

Total de Empresas que Emitiram em 2010: 28

Valor Total de Emissões 2010: R\$ 10.003.600.000,00

Gráfico 6 – Securitização no Brasil (período de 1993 até 2010 – valores em R\$ milhões)



Fonte: Elaborado pelo Autor

Anexo II

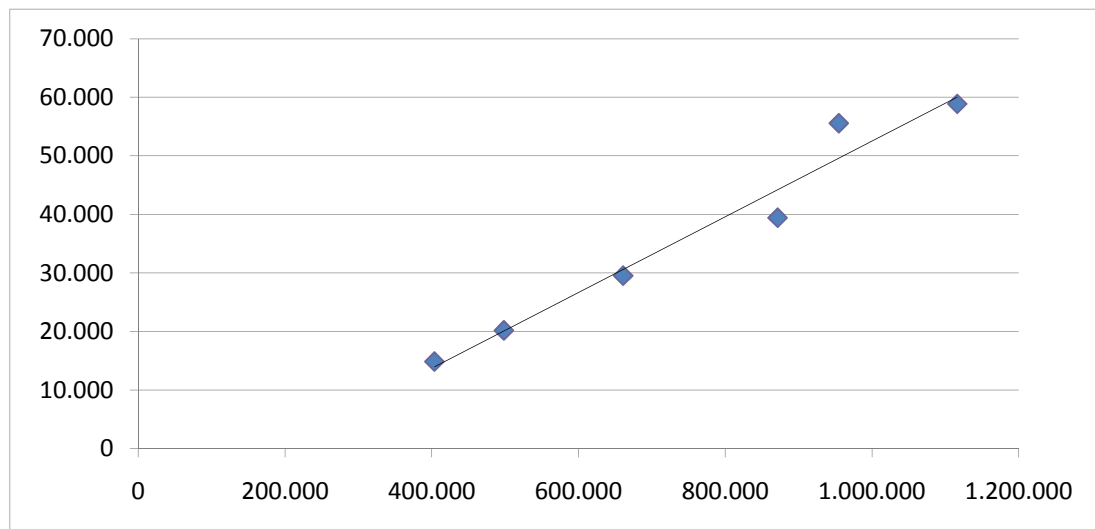
Abaixo, se apresenta o montante de Operações de Crédito nos Bancos, segundo dados do Banco Central do Brasil em R\$ milhões.

Apresenta-se, também, o montante do saldo de Operações de Securitização de Recebíveis com FIDC (Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios), segundo os dados da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), em R\$ milhões.

Ano	Operações de Crédito	Securitização Saldo
	R\$ Milhões	R\$ Milhões
2005	403.707	14.862
2006	498.331	20.180
2007	660.810	29.528
2008	871.178	39.429
2009	954.524	55.574
2010	1.115.998	58.867

Índice de correlação 98,11%

Gráfico 7 – Correlação Securitização x Operações de Crédito (valores em R\$ milhões)



Fonte: Elaborado pelo Autor

Anexo III

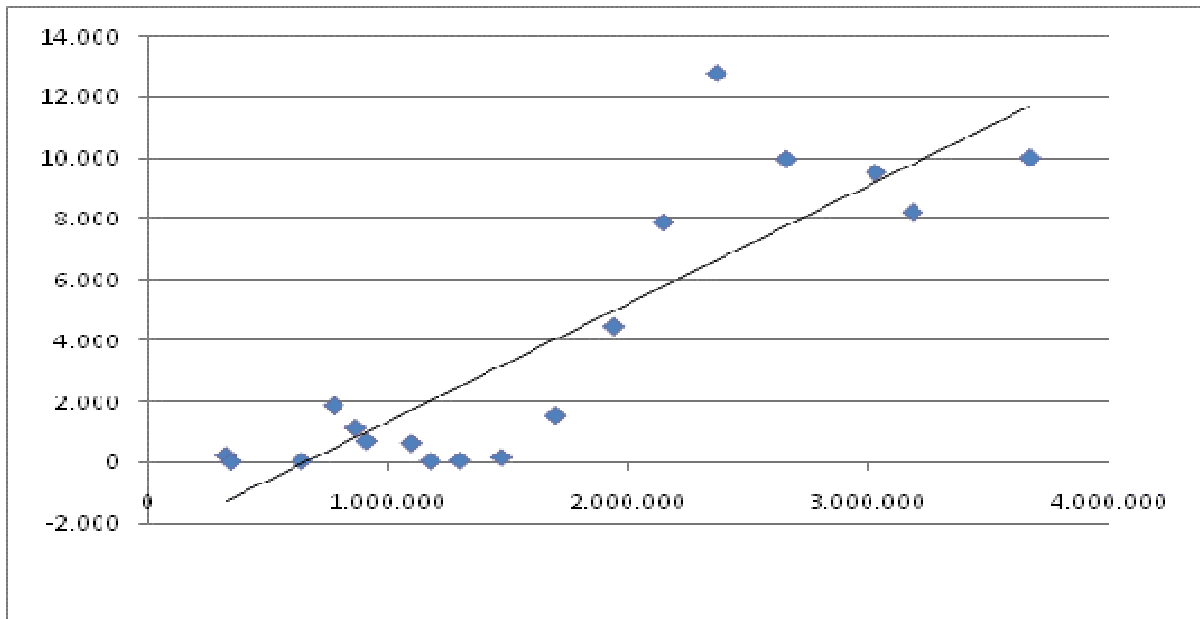
Abaixo se apresenta o montante de PIB (Produto Interno Bruto do Brasil, segundo dados do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) em R\$ milhões.

Apresenta-se, também, o montante de Operações de Securitização de Recebíveis com FIDC (Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios) realizadas em cada ano, segundo dados da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), em R\$ milhões.

Ano	PIB R\$ Milhões	Securitização n oAno R\$ Milhões
1993	330.000	220
1994	349.000	12
1995	646.000	36
1996	778.000	1.852
1997	870.000	1.127
1998	914.000	691
1999	1.101.000	624
2000	1.179.000	34
2001	1.302.000	48
2002	1.477.000	150
2003	1.700.000	1.540
2004	1.941.000	4.461
2005	2.147.000	7.879
2006	2.369.000	12.777
2007	2.661.000	9.961
2008	3.032.000	9.520
2009	3.185.000	8.212
2010	3.675.000	10.003

Índice de correlação 86,80%

Gráfico 8 – Correlação Securitização x PIB (valores em R\$ milhões)



Fonte: Elaborado pelo Autor