

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC - SP**

Cláudio Gonçalves dos Santos

**Desintermediação financeira: o papel da securitização como mecanismo de
financiamento para empresas**

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E FINANCEIRAS

**SÃO PAULO
2013**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC - SP**

Cláudio Gonçalves dos Santos

**Desintermediação financeira: o papel da securitização como mecanismo de
financiamento para empresas**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Ciências Contábeis e Financeiras, sob a orientação do Professor Doutor José Roberto Securato.

**SÃO PAULO
2013**

Banca Examinadora

Autorizo, exclusivamente para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta dissertação por processos fotocopiadores ou eletrônicos, desde que citada a fonte.

São Paulo, ____ de _____ de _____.

A Deus, por me dar saúde e por me mostrar o caminho a seguir.

Aos meus pais, Iracema e José Soares, por terem semeado em mim o desejo de aprender e ensinar.

Ao meu filho, João Cláudio, com amor.

AGRADECIMENTOS

Ao Professor Doutor José Roberto Securato, pelos conselhos, pelo incentivo e pelo direcionamento na escolha do curso certo no atual momento de minha vida pessoal e profissional. Agradeço também pelo apoio, dedicação e orientação, fundamentais para a elaboração desta dissertação e por ter me concedido o privilégio de assistir às suas aulas no Mestrado.

Ao Professor Doutor Rubens Famá, por ter feito parte da minha banca de qualificação e por ter dado contribuições muito importantes para o desenvolvimento desta dissertação. Agradeço, ainda, por ser ele uma fonte inesgotável de inspiração acadêmica e por ter me concedido o privilégio de assistir às suas aulas no Mestrado.

Ao Professor Doutor José Carlos Augusto Luxo, por ter feito parte da minha banca de qualificação e por ter dado contribuições muito importantes para o alinhamento do tema desta dissertação.

À minha esposa, Maria Cecília Barbante Franzé, pela paciência, carinho e incentivo. À Victoria, minha enteada.

Aos meus colegas Alex Moura Magalhães, Luiz Fernando Scholz, Carolina Radel, Katy Securato, Vitoria Boldrin, Marina Martins B. Cunha e tantos outros com quem tive o prazer de conviver durante o período de aulas do Mestrado.

“Just as the electronics industry was formed when the vacuum tubes were replaced by transistors, and transistors were then replaced by integrated circuits, the financial services industry is being transformed now that securitized credit is beginning to replace traditional lending. Like other technological transformations, this one will take place over the years, not overnight. We estimate it will take 10 to 15 years for structured securitized credit to replace to displace completely the classical lending system – not a long time, considering that the fundamentals of banking have remained essentially unchanged since the Middle Ages.”

(Lowell L. Bryan – Senior Partner of
McKinsey & Company¹)

¹ McKinsey & Company é uma empresa de consultoria empresarial americana, reconhecida como líder mundial no mercado de consultoria empresarial. Fundada em 1926, por James O. McKinsey e Maruín Bower, faturou, em 2010, US\$ 7 bilhões, e tinha, no mesmo ano, 17.000 funcionários distribuídos em 82 escritórios nos 40 países em que atua.

SANTOS, Cláudio Gonçalves dos. **Desintermediação financeira: o papel da securitização como mecanismo de financiamento para empresas.**

RESUMO

O mercado de desintermediação financeira, por meio de instrumentos de securitização de ativos, vem crescendo no Brasil nos últimos anos. Melhorias constantes na regulamentação têm contribuído para aproximar empresas de investidores, em ambiente regulado, tornando possível a realização de operações financeiras fora do mercado financeiro bancário tradicional. Mas ainda existe muito a ser feito pelos reguladores para fortalecer o mercado. Nesse sentido, este trabalho procura contribuir com o tema, sugerindo algumas mudanças na regulamentação. De 2000 a 2012, as operações de securitização por meio de estruturas como CRI, FIDC e FII, movimentaram R\$ 149,8 bilhões, o equivalente a 3,4% do PIB brasileiro de 2012. As operações tendem a aumentar, porém existem algumas variáveis no mercado brasileiro, as quais serão analisadas ao longo deste trabalho, que precisam ser ajustadas, para que o mercado de securitização se desenvolva de forma robusta, contribuindo para o financiamento das empresas. Nesta dissertação, serão analisadas as principais fontes de recursos para empresas, como capital próprio e as diversas fontes de capital de terceiros, além da securitização. Será analisado, também, o mercado de dívida para empresas, sem o qual as operações ficam limitadas ao sistema bancário tradicional. O desenvolvimento do mercado de dívida fortalece o crescimento do mercado de securitização.

Palavras-chave: Securitização. CRI. FIDC. FII.

SANTOS, Cláudio Gonçalves dos. **Financial disintermediation: the role of securitization as a financing mechanism for companies.**

ABSTRACT

The market for financial disintermediation, through financial asset securitization in Brazil has been growing in recent years. Constant improvements in regulation, has contributed to closer business investors in a regulated environment, making it possible to carry out financial transactions outside the traditional banking financial market. There is much yet to be done by regulators to strengthen the market. This work seeks to contribute to the theme, suggesting some changes in the regulations. From 2000 to 2012, the securitization transactions through structures with CRI, FIDC, and FII moved R\$ 149.8 billion, equivalent to 3.4% of the GDP in 2012. Operations tend to increase, however, there are some variables in the Brazilian market, which will be analyzed in this work, that need to be adjusted so that the securitization market is nimble robustly contributing to the financing of companies. In this paper we analyze the main sources of funding for companies, as equity and the various sources of debt, and securitization. Will also analyzed the market for corporate debt, without which the operations are limited to the traditional banking system. The development of the debt Market strengthens the growth of the securitization market.

Keywords: Securitization. CRI. FIDC. FII.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	Ciclo de vida das empresas	26
Figura 2	Fluxo de uma operação de securitização tradicional	46
Figura 3	Emissão de debêntures por meio de SPE	48
Figura 4	Emissão de CRI	49
Figura 5	Emissão de cotas de FIDC	50
Figura 6	Emissão de cotas de FII.....	51
Figura 7	Fluxograma de um CDO simplificado	55

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1	CRI, FIDC e FII: evolução histórica.....	17
Gráfico 2	IPO, debêntures, notas promissórias, CRI, FIDC e FII: evolução histórica.....	18
Gráfico 3	Quantidade de IPO e <i>Follow On</i>	37
Gráfico 4	PIB série histórica (1980/2012).....	38
Gráfico 5	Dívida pública federal em bilhões de reais	40
Gráfico 6	Prazo médio dos títulos da dívida pública em anos.....	40
Gráfico 7	Estrutura de indexação da dívida pública federal	41
Gráfico 8	Emissões de dívida privada e ações no mercado brasileiro em % do total (1995/2012).....	43

LISTA DE QUADROS

Quadro 1	Balço patrimonial.....	23
Quadro 2	Estrutura do balanço patrimonial de acordo com a Lei nº 11.638/07 e a Medida Provisória nº 449/08	23

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABS	<i>Asset-Backed Security</i>
ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>
ADR	<i>American Depositary Receipt</i>
BACEN	Banco Central do Brasil
BM&F BOVESPA	Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BTN	Bônus do Tesouro Nacional
CAPEX	<i>Capital Expenditure</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CDO	<i>Collateralized Debt Obligation</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Dr.	Doutor
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes and Depreciation</i>
EUA	Estados Unidos
FANNIE MAE	<i>Federal National Mortgage Administration</i>
FIDC	Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
FIP	Fundo de Investimento em Participações
FMI	Fundo Monetário Internacional
<i>Follow On</i>	Nova oferta de ações realizada por empresas após o IPO

FREDDIE MAE	<i>Federal Home Loan Mortgage Corporation</i>
FUNCEF	Fundação de Economiários Federais
GINNIE MAE	<i>Governmental National Mortgage Association</i>
GSE	<i>Governmental Sponsored Enterprise</i>
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IPO	<i>Initial Public Offering</i> (Oferta Pública Inicial de Ações)
Kd	<i>Cost of Debt</i> (Custo da Dívida)
Ke	<i>Cost of Equity</i> (Custo do Capital Próprio)
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LTN	Letra do Tesouro Nacional
M&M	Modigliani e Miller
MBS	<i>Mortgage-Backed Securities</i>
Nº	Número
NTN	Notas do Tesouro Nacional
PE/VP	<i>Private Equity/Venture Capital</i>
PETROS	Fundação Petrobras de Seguridade Social
PIB	Produto Interno Bruto
PL	Patrimônio Líquido
PREVI	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
Prof.	Professor
PT	Partido dos Trabalhadores
PUC-SP	Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SPE	Sociedade de Propósito Específico
SPV	<i>Special Purpose Vehicle</i>

TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
ULBRA	Universidade Luterana do Brasil
UNICID	Universidade Cidade de São Paulo
UniverCidade	Centro Universitário da Cidade
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	16
1.1 Situação-problema	16
1.2 Objetivos do trabalho	19
1.3 Metodologia	19
1.3.1 Desenvolvimento conceitual	20
1.3.2 Metodologia a ser empregada neste trabalho	21
1.3.2.1 Problemas	21
1.3.2.2 Metodologia adotada.....	21
1.4 Estruturação do trabalho	22
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	23
2.1 Principais fontes de captação de recursos para empresas	23
2.2 Conceito de capital próprio	24
2.2.1 Custo do capital próprio	26
2.2.1.1 Determinando o custo do capital próprio	26
2.2.1.2 Problemas para a estimativa do custo do capital próprio no Brasil	28
2.2.1.3 Alternativa para se estimar o custo de capital próprio no Brasil	29
2.2.2 Vantagens e desvantagens do uso do capital próprio	29
2.2.2.1 Vantagens	29
2.2.2.2 Desvantagens	30
2.3 Conceito de capital de terceiros	31
2.3.1 Custo do capital de terceiros	32
2.3.1.1 Determinando o custo da dívida	32
2.3.2 Vantagens e desvantagens do uso do capital de terceiros	33
2.3.2.1 Vantagens	33
2.3.2.2 Desvantagens	34
2.3.3 Instrumentos de capitalização com uso do capital de terceiros	35
2.3.3.1 Investidores-anjo	35
2.3.3.2 <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>	36
2.3.3.3 Abertura de Capital (IPO).....	36
2.3.3.4 Investidores institucionais	37
2.3.3.5 Investidores corporativos	38

2.4 Mercado de títulos de dívida para empresas no Brasil	38
2.4.1 Investindo em títulos de dívida no Brasil	39
2.4.2 Evolução do mercado de títulos de dívida no Brasil.....	42
3 SECURITIZAÇÃO COMO MECANISMO DE FINANCIAMENTO PARA AS	
EMPRESAS	45
3.1 Definição	45
3.2 Securitização no Brasil.....	46
3.2.1 Estruturas de securitização no Brasil.....	47
3.2.1.1 Debêntures.....	47
3.2.1.2 Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)	48
3.2.1.3 Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC)	50
3.2.1.4 Fundo de Investimento Imobiliário (FII).....	51
3.3 Vantagens e desvantagens da securitização no Brasil.....	52
3.3.1 Vantagens.....	52
3.3.2 Desvantagens.....	53
3.4 Securitização nos Estados Unidos	53
3.4.1 Instrumentos mais utilizados para securitização nos EUA.....	54
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	56
ANEXO A - Relatório de <i>rating</i> emitido pela agência Austin Rating para	
securitização da Uni Cidade SP Trust de Recebíveis S.A.....	62
ANEXO B - Relatório de <i>rating</i> emitido pela agência LF Rating para	
securitização da Uni Cidade SP Trust de Recebíveis S.A.....	70

1 INTRODUÇÃO

1.1 Situação-problema

O mercado de desintermediação financeira, por meio de instrumentos de securitização de ativos, vem crescendo no Brasil nos últimos anos, especialmente a partir de 2001, com a melhoria no arcabouço regulatório, pelas Resoluções emitidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pelas Instruções Normativas emitidas pelo Banco Central do Brasil (BACEN) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Desintermediação financeira é o processo de deslocamento de transações de intermediação financeira do setor financeiro bancário tradicional para o setor não financeiro da economia, com a criação de um mercado de títulos de dívida emitidos diretamente pelas empresas para os investidores, não dependendo diretamente da atuação dos bancos. Nesse mercado, a criação de mecanismos inovadores de transações financeiras dispensa a atividade clássica de intermediação das instituições financeiras bancárias (SANDRONI, 2005).

A instituição de regulamentação contribuiu de forma positiva para o crescimento do mercado de securitização, como instrumento de derivativo de crédito lastreado em recebíveis, tendo como lastro ativos como contratos de locação corporativa, contratos de prestação de serviços (educacional, fornecimento de energia elétrica), duplicata de venda mercantil, financiamento de veículos, *leasing* de equipamentos, entre outros créditos.

Diante desse cenário, pretende-se estudar a securitização no Brasil como instrumento de desintermediação financeira e mecanismo de financiamento para empresas, por meio das ferramentas mais utilizadas no mercado brasileiro, como Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC) e Fundo de Investimento Imobiliário (FII).

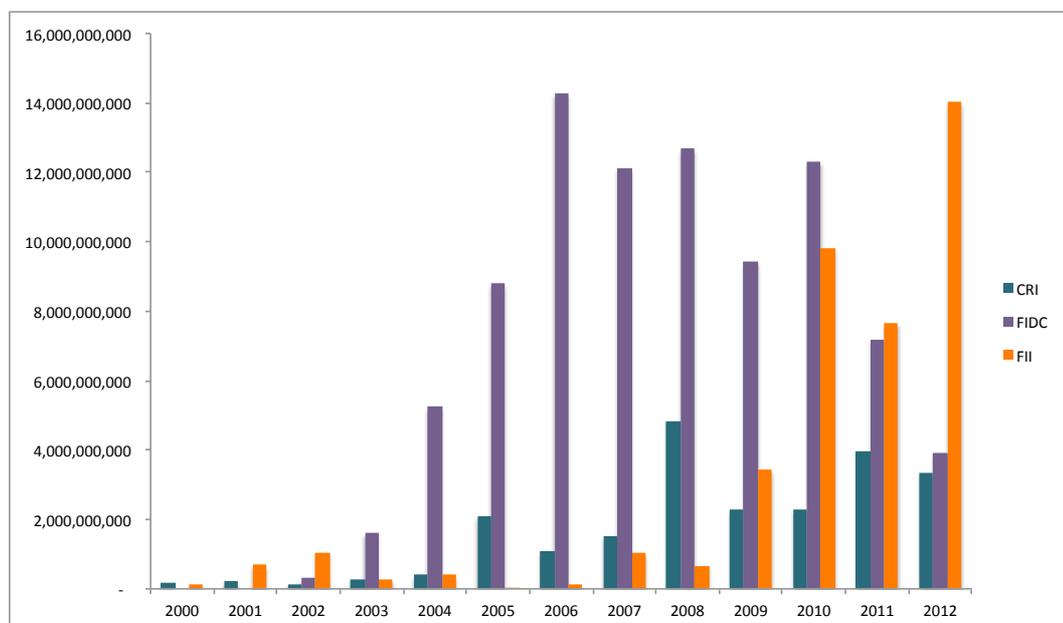
De 2000 a 2012, foram registradas 1.550 operações de securitização na CVM, tendo como lastro direitos creditórios, totalizando uma captação direta junto a investidores da ordem de R\$ 149,8 bilhões – o equivalente a 3,4% do Produto Interno Bruto (PIB) de 2012. Esse volume representou 15,6% do total das captações junto a investidores por intermédio da Bolsa Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&F Bovespa). No mesmo período, se tais captações forem somadas às

operações de securitização, às ofertas públicas iniciais de ações – *Initial Public Offering* (IPO) –, às emissões de debêntures e às emissões de notas promissórias, o volume captado junto a investidores somou R\$ 959,1 bilhões, dos quais a securitização representou 15,6%.

Os instrumentos de securitização utilizados para captação junto a investidores foram o CRI, com 563 ofertas e captação de R\$ 22,6 bilhões; o FIDC, com 596 ofertas e captação de R\$ 87,8 bilhões; e o FII, com 391 ofertas e captação de R\$ 39,3 bilhões.

O Gráfico 1, abaixo, mostra o crescimento do mercado de securitização no Brasil no período de 2000 a 2012, com operações de CRI, FIDC e FII. As operações de securitização estruturadas na forma de FIDC vinham crescendo de 2002 a 2008. Após a crise do *subprime* na economia americana em 2008, os investidores do mercado de securitização no Brasil passaram a optar por investir em FII, por terem como lastro, além dos créditos de contratos de locação, a garantia dos imóveis objeto da locação. Por apresentarem maiores garantias para os investidores, as operações de securitização estruturadas no formato de FII vêm crescendo desde 2008, totalizando R\$ 14 bilhões de emissões em 2012.

Gráfico 1 - CRI, FIDC e FII: evolução histórica.



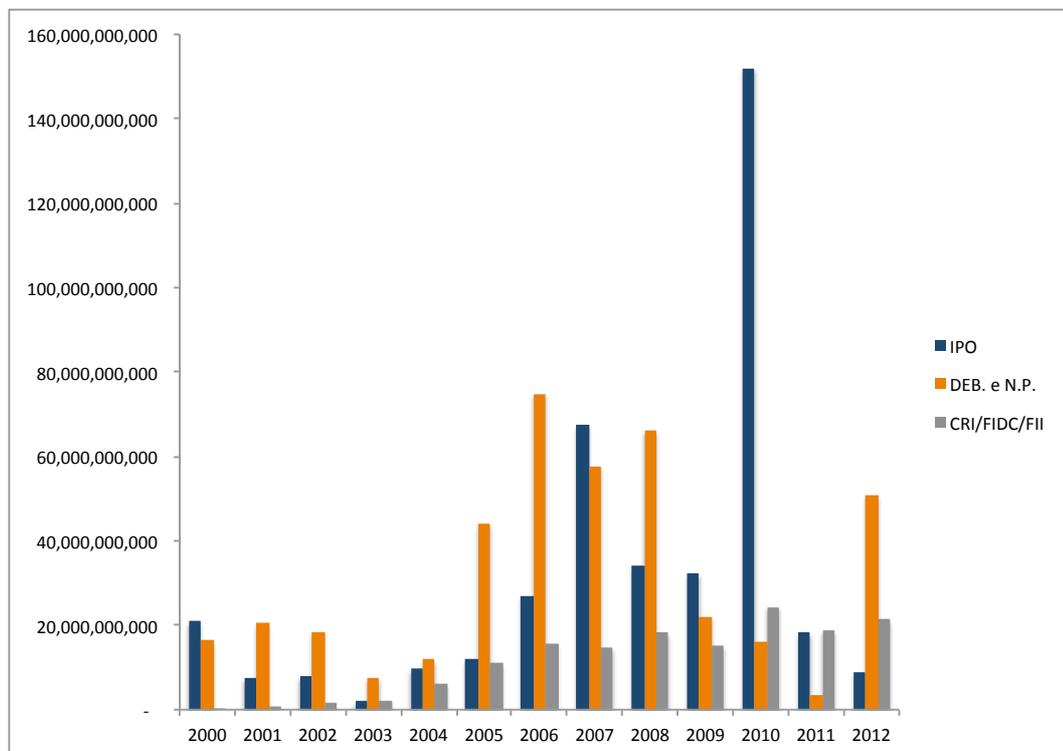
Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados da CVM (2013).

Já o Gráfico 2, a seguir, apresenta a evolução histórica das operações do mercado de capitais brasileiro de 2000 a 2012, com oferta pública inicial de ações

(IPO), lançamento de debêntures, notas promissórias e securitização (CRI, FIDC e FII). A securitização representou 15,6% das emissões no período de 2000 a 2012. O percentual poderá ser maior se forem consideradas algumas operações de securitização que foram lançadas no formato de debêntures, com lastro em recebíveis de empresas, representando derivativo de crédito (SANTOS; CALADO, 2011).

Como exemplo, podem ser mencionadas as emissões de debêntures realizadas por universidades, tais como a Universidade Luterana do Brasil (ULBRA), no Rio Grande do Sul, em 2003, R\$ 333 milhões; o Centro Universitário da Cidade (UniverCidade), no Rio de Janeiro, em 2004, R\$ 61 milhões; e a Universidade Cidade de São Paulo (UNICID), em São Paulo, R\$ 40 milhões – no caso desta última, os relatórios de *rating* emitido pelas agências LF Rating e Austin Rating fazem parte deste trabalho (Anexos A e B). Todas as operações de securitização tinham como lastro recebíveis de contratos de educação com alunos e foram estruturadas na forma de debêntures.

Gráfico 2 - IPO, debêntures, notas promissórias, CRI, FIDC e FII: evolução histórica.



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados da CVM (2013).

É importante observar que a securitização tem potencial para crescer, se houver o desenvolvimento adequado do mercado de títulos de dívida no Brasil. Este tema será analisado ao longo do presente trabalho.

1.2 Objetivos do trabalho

Os objetivos deste trabalho são:

a) Estudar o mercado de securitização no Brasil como mecanismo de financiamento para empresas. Para tanto, serão analisados: a literatura sobre securitização, as principais fontes de recursos para as empresas, o custo do capital próprio e de terceiros, e a teoria sobre estrutura de capital das empresas, suas vantagens e desvantagens;

b) Estudar o mercado de títulos de dívida para empresas. As operações de securitização resultam na emissão de título de dívida pelas empresas sem passar pelo sistema financeiro e de crédito bancário tradicional. Para que as dívidas possam ser emitidas, é necessária a existência de um mercado de títulos de dívida. Assim, será estudado o mercado de títulos de dívida no Brasil, evidenciando as suas características e as contribuições que pode dar para o crescimento das operações de desintermediação financeira, por meio da securitização de ativos.

1.3 Metodologia

Lakatos e Marconi (2004, p. 44) definem o conceito de método, estabelecendo a relação entre ciência e método científico. Para as autoras,

[...] as ciências se caracterizam pela utilização de métodos científicos; em contrapartida, nem todos os ramos do estudo que empregam esses métodos são ciências. Dessas afirmações, podemos concluir que a utilização de métodos científicos não é de alçada exclusiva da ciência, mas não há ciência sem o emprego de métodos científicos.

Lakatos e Marconi (2004, p. 46) também estabelecem o seguinte conceito para método científico:

[...] método é o conjunto de atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar os objetivos – conhecimentos válidos e verdadeiros – traçando o caminho a ser seguido detectando erros e auxiliando as decisões [...].

Este trabalho visa a satisfazer, inicialmente, a necessidade de conceituar o que é securitização, demonstrando quais são as suas características e a sua

importância como mecanismo de financiamento para empresas e como instrumento de desintermediação financeira.

Pelo lado das empresas, a securitização se apresenta como uma fonte alternativa de recursos, comparada com as tradicionais operações de crédito bancário. Com a securitização, as empresas têm acesso a crédito sem recorrer ao mercado de crédito tradicional, o qual tem os bancos como intermediários. Pelo lado dos investidores, estes passam a ter acesso a instrumentos financeiros, derivativos de créditos das empresas, que lhes garantem um prêmio (juros) como alternativa de alocação de recursos e diversificação de portfólio, dentro de determinados níveis de riscos, que são conhecidos e minimizados. De acordo com os níveis de risco, as operações de securitização recebem uma nota de risco (*rating*), fornecida por uma agência de risco de crédito independente (agência de *rating*).

Em anexo a este trabalho, encontram-se dois relatórios de *rating* fornecidos por agências independentes, a LF Rating e a Austin Rating (Anexos A e B), que apresentam a qualidade de crédito das debêntures emitidas pela Uni Cidade SP Trust de Recebíveis S.A. A agência LF Rating atribuiu nota A- para as debêntures. Já a agência Austin Rating atribuiu nota BBB+. Ambas as notas são classificadas como grau de investimento (*investment grade*), ou seja, as debêntures apresentam baixo risco para os investidores e baixa probabilidade de *default* (calote).

As notas de *rating* são necessárias para que as debêntures possam ser distribuídas junto a investidores por meio da Bolsa de Valores (BM&F BOVESPA).

1.3.1 Desenvolvimento conceitual

Será analisada a perspectiva histórica dos instrumentos de securitização no Brasil como alternativa de desintermediação financeira e financiamento para empresas. Serão apresentados os instrumentos de securitização mais utilizados no Brasil, como debêntures, CRI, FIDC e FII, abordando suas vantagens e desvantagens.

Como parte do desenvolvimento conceitual, serão analisadas as principais fontes de recursos para empresas e os conceitos de capital próprio e capital de terceiros, ressaltando suas vantagens e desvantagens.

Como complemento, será analisado o mercado de emissão de títulos para empresas no Brasil, sua evolução, suas limitações e o potencial para contribuir com

o crescimento das operações de desintermediação financeira, por meio da securitização.

1.3.2 Metodologia a ser empregada neste trabalho

1.3.2.1 Problemas

O presente trabalho visa a responder às perguntas abaixo, como forma de contribuir para o desenvolvimento do processo de desintermediação financeira, por meio das operações de securitização:

- Quais são as vantagens e desvantagens da securitização para as empresas?
- Quais são as vantagens da securitização para o investidor?
- Existe mercado de dívida privada no Brasil, no qual as empresas possam emitir os seus títulos sem os intermediários financeiros tradicionais (bancos)? Este mercado é complementar ou concorrencial ao mercado de títulos de dívida pública?
- Como a desintermediação financeira pode crescer no Brasil?

1.3.2.2 Metodologia adotada

Como metodologia, será empregada a revisão das referências bibliográficas, baseada na leitura especializada, com o objetivo de revisar e sintetizar o conhecimento sobre os instrumentos de securitização, bem como para identificar as variáveis que representam vantagens e desvantagens dos instrumentos de securitização para empresas e investidores, e para analisar o mercado de emissão de dívida para empresas.

As informações utilizadas neste trabalho provêm de fontes como: pesquisa bibliográfica junto a livros especializados, teses, dissertações e artigos; informações disponíveis nos *websites* de órgãos reguladores como CVM, BACEN e BM&F Bovespa; além da experiência profissional do autor desta dissertação com operações de securitização, por ter participado da originação, estruturação e distribuição de algumas operações para empresas.

1.4 Estruturação do trabalho

Este trabalho foi dividido em quatro capítulos, quais sejam:

1) Introdução: a presente introdução apresentou o problema do trabalho, contextualizou a securitização no cenário brasileiro e seus principais instrumentos, como debêntures, CRI, FIDC e FII. Além disso, estabeleceu os objetivos que se pretende atingir e definiu a metodologia a ser utilizada;

2) Fundamentação teórica: este capítulo destacará as principais fontes de recursos para empresas, como capital próprio, capital de terceiros, custo do capital próprio e de terceiros, além de alternativas de capitalização com capital de terceiros, abrangendo suas principais vantagens e desvantagens, bem como conceituará o mercado de títulos de dívida, ambiente onde a securitização pode prosperar e crescer;

3) Securitização como mecanismo de financiamento para as empresas: este capítulo definirá securitização e as principais estruturas de securitização utilizadas no Brasil, como debêntures, CRI, FIDC e FII; descreverá um breve histórico da securitização no mercado americano e de seus principais instrumentos como *Asset-Backed Security (ABS)* e *Collateralized Debt Obligation (CDO)*; e, por fim, analisará as principais vantagens e desvantagens da securitização para empresas e investidores;

4) Considerações finais: parte do trabalho reservada para comentários do autor, que visam a contribuir com as discussões para o enriquecimento do processo de desintermediação financeira no Brasil.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Principais fontes de captação de recursos para empresas

Para qualificar as principais fontes de captação de recursos para empresas, cabe, inicialmente, analisar a estrutura do balanço patrimonial.

O Quadro 1, abaixo, apresenta a estrutura de um balanço, com as suas principais contas:

Quadro 1 - Balanço patrimonial.

BALANÇO PATRIMONIAL	
ATIVO	PASSIVO
(Bens e Direitos)	(Capital de Terceiros)
	PATRIMÔNIO LÍQUIDO
	(Capital Próprio)

Fonte: Marion (2005, p. 49).

A convergência internacional da Contabilidade, iniciada no Brasil, por meio da Lei nº 11.638/07 e da Medida Provisória nº 449/08, introduziu mudanças na estrutura dos balanços, conforme pode ser observado no Quadro 2, a seguir.

Quadro 2 - Estrutura do balanço patrimonial de acordo com a Lei nº 11.638/07 e a Medida Provisória nº 449/08.

BALANÇO PATRIMONIAL	
ATIVO	PASSIVO
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Ativo Não Circulante Realizável a Longo Prazo Investimentos Imobilizado Intangível	Passivo Não Circulante Exigível a Longo Prazo Patronônio Líquido Capital Social Reservas de Capital Ajustes de Avaliação Patrimonial Reservas de Lucros Ações em Tesouraria Prejuízos Acumulados

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Marion (2005).

Neste trabalho, será estudado o lado direito do balanço, especialmente as formas de capital de terceiros, sendo a securitização uma forma de capitalização das empresas sem intermédio do sistema financeiro tradicional.

O lado direito do balanço é composto por: passivo circulante, passivo não circulante, passivo exigível a longo prazo e patrimônio líquido. Os passivos, circulante, não circulante e exigível a longo prazo, representam o capital de terceiros, que, somado ao capital próprio (patrimônio líquido), integra a estrutura de capital da empresa.

2.2 Conceito de capital próprio

Para os recursos financeiros aportados pelos sócios, cotistas e controladores das empresas atribui-se o termo capital próprio. O capital, uma vez aportado, tem como objetivo iniciar as atividades da empresa por meio da compra de ativos, tais como terrenos, imóveis, máquinas e equipamentos (ativo imobilizado), e matéria-prima, estoques e capital de giro (ativo circulante).

A Contabilidade define capital próprio como sendo o patrimônio líquido. Ludícibus (2011, p. 167) define patrimônio líquido como

[...] a diferença, em determinado momento, entre o valor do ativo e do passivo, atribuindo-se a este último a conotação restritiva de dívida e obrigações [...] contém elementos que caracterizam: interesses residuais em caso de liquidação; interesses em particular na distribuição de dividendos; e direitos de participação no patrimônio líquido de uma entidade em continuidade, no sentido de possível alienação de sua participação ou de aumento de tal participação.

Ainda de acordo com Ludícibus (2011), cabe acrescentar que a antiga Teoria do Proprietário define patrimônio líquido como a diferença entre ativo e passivo. Tal forma de entender o patrimônio líquido facilita a aplicação e a explicação das contas. De acordo com esta teoria, o patrimônio é o centro da atenção contábil.

A Teoria da Entidade, por outro lado, esclarece que a entidade tem uma vida distinta das atividades e dos interesses pessoais dos proprietários. A entidade tem personalidade própria. Esta teoria é baseada na seguinte equação:

$$\text{Ativo} = \text{Obrigações} + \text{Patrimônio Líquido}$$

Já para a Teoria do Acionista Ordinário, todos os investimentos em uma sociedade por ação, exceto os dos acionistas ordinários, são considerados como *outsiders*. O objetivo principal desta abordagem é fornecer uma melhor informação para o acionista ordinário. Assim, a equação do patrimônio líquido altera-se para:

$$\text{Ativos} - \text{Passivos específicos} = \text{Interesses residuais (dos acionistas ordinários)}$$

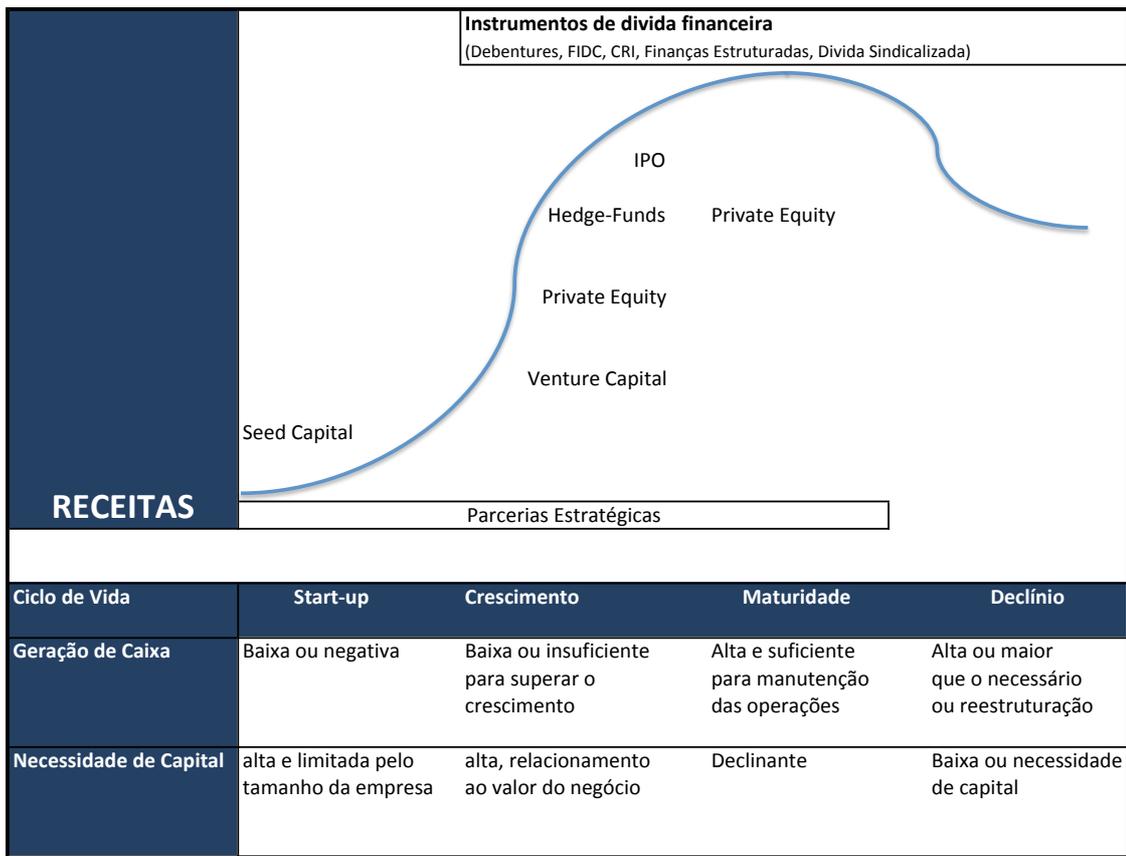
As principais fontes do patrimônio líquido são derivadas de: (i) valor aportado pelo acionista; (ii) excesso de lucro líquido sobre dividendo pago, que são os lucros retidos ou acumulados na empresa; (iii) valores resultados de correções (ajustes patrimoniais); e (iv) vários tipos de reserva de capital.

O tamanho do patrimônio líquido em volume financeiro depende do tipo de empreendimento e do seu ciclo de vida. O conceito de ciclo de vida foi adaptado para as Ciências Sociais, por sua adequação às questões referentes ao ciclo de desenvolvimento das organizações, quanto aos seus estágios de nascimento, como *start-up*, passando por crescimento, maturidade e declínio (MILLER; FRIESEN, 1984).

Em cada estágio de desenvolvimento, o empreendimento apresenta determinado nível de geração de caixa e necessidade de recursos para investimento em bens de capital – *Capital Expenditure* (CAPEX) – ou em capital de giro (*Working Capital*), como pode ser observado na Figura 1, a seguir.

A necessidade de capital pode ser suprida por meio de: (i) aporte dos acionistas controladores, aumentando assim o patrimônio líquido; (ii) venda de participação para sócio estratégico (empresa concorrente ou que queira entrar no setor) ou para Fundo de Investimento em Participações (FIP) – *seed capital*, *venture capital*, *private equity* ou *hedge fund*; e (iii) abertura de capital (IPO), tornando a empresa pública, listada em bolsa de valores, admitindo, portanto, entrada de novos sócios.

Figura 1 - Ciclo de vida das empresas.



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Damodaran (1999).

2.2.1 Custo do capital próprio

2.2.1.1 Determinando o custo do capital próprio

O custo do capital próprio (K_e) é dado pela expectativa de retorno financeiro que os acionistas têm sobre o capital investido durante determinado período de tempo, comparada com o custo de oportunidade de deixar o mesmo capital aplicado a determinada taxa de juros.

O custo do capital próprio é baseado na teoria do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que tem como premissa remunerar o investidor pelo capital colocado em risco, considerando um ganho pela espera e pelo risco corrido.

O modelo CAPM foi desenvolvido por Sharpe, em 1964, com base no trabalho de Markowitz, datado de 1952. O modelo é utilizado em finanças, para determinar a taxa de retorno teórica apropriada de um determinado ativo em relação a uma carteira de mercado perfeitamente diversificada. O modelo leva em consideração a

sensibilidade do ativo ao risco não diversificável (risco de mercado), representado pela variável do modelo, denominada de coeficiente beta (β).

Para o modelo CAPM, o custo do capital próprio corresponde à taxa de rentabilidade exigida pelos investidores como compensação pelo risco de mercado ao qual estão expostos.

A equação utilizada para definir o custo de capital próprio é dada por:

$$K_e = R_F \beta \cdot (R_M - R_F)$$

Onde:

K_e = custo do capital próprio;

R_F = taxa de um ativo livre de risco. No Brasil, alguns usam a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) ou a taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI);

R_M = prêmio de risco de mercado;

β = coeficiente beta, índice de volatilidade da ação da empresa em relação ao mercado como um todo. No Brasil, o mercado é representado pela carteira do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA).

O CAPM utiliza o índice β para medir o risco sistemático (risco não diversificável). O beta da carteira de ações padrão (para o Brasil, índice Bovespa) é sempre igual a 1, pois ele representa o beta médio de todos os títulos disponíveis. As empresas que apresentam β superior a 1 apresentam oscilações maiores do que as da carteira padrão do Ibovespa, tanto positivamente quanto negativamente. Se o mercado está em alta, a tendência é que essas ações valorizem mais do que a média de mercado. Se a tendência é de baixa, o preço de suas ações também cairá mais do que o Ibovespa. Se o β é inferior a 1, a oscilação daquele título tende a ser menor do que a média da bolsa.

A principal premissa do CAPM, dada pelo beta, requer preços de mercado do ativo avaliado, portanto, ações da empresa negociadas em Bolsa de Valores (BM&F Bovespa) para a determinação do seu coeficiente de risco sistemático. Assim, para a teoria ter sua funcionalidade e validade, a empresa precisa ter capital aberto em bolsa de valores.

Para empresas de capital fechado, a teoria do CAPM não permite a aplicação

padrão da regressão linear dos retornos de seus títulos e dos retornos de mercado. Nesses casos, outras abordagens podem ser usadas para determinar os betas dessas empresas, como o método de empresas comparáveis (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2000; DAMODARAN, 1999).

2.2.1.2 Problemas para a estimativa do custo do capital próprio no Brasil

Os problemas para a estimativa do custo de capital próprio em países emergentes como o Brasil devem-se à falta de dados históricos e de estabilidade macroeconômica no longo prazo. A economia brasileira tem um histórico de crises e volatilidade com altas taxas de juros real, inflação elevada e o fracasso na implantação de vários planos econômicos, especialmente nas décadas de 1980 e 1990 (TOMAZONI; MENEZES, 2002).

Tomazoni e Menezes (2002) encontraram problemas para a estimação nas três variáveis do CAPM para o mercado brasileiro, a saber: (i) taxas livres de risco; (ii) betas; e (iii) prêmios de mercado.

Para alguns autores, a taxa livre de risco no Brasil poderia ser a CDI diária, a SELIC diária ou a TJPL do BNDES, ou, ainda, a taxa de rendimento mensal da caderneta de poupança. No entanto, esses índices são falhos, porque a sua aplicabilidade não é possível para todas as empresas.

Vale ressaltar que o uso do CAPM pressupõe a existência de títulos de longo prazo livres de risco e índices de mercado de ações abrangentes, representando todos os setores da economia. O que não ocorre no Brasil.

Quanto ao prêmio de mercado, pode-se utilizar uma *proxy* como o Ibovespa. No entanto, a formação do índice é concentrada em papéis de poucas empresas, o que o torna pouco semelhante à carteira de mercado de um investidor diversificado de acordo com a teoria do CAPM.

No que diz respeito aos betas, encontrá-los se torna difícil, devido ao fato de poucas empresas estarem listadas na Bolsa de Valores brasileira, representando poucos setores da economia.

2.2.1.3 Alternativa para se estimar o custo de capital próprio no Brasil

Autores como Damodaran (1999) e Franceschini (1999) sugerem que se deve identificar as empresas listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque, nos Estados Unidos (EUA), como alternativa para se encontrar o beta de empresas no Brasil, desde que as empresas nos EUA tenham atuação no mesmo segmento e estrutura similar à empresa a ser analisada no Brasil. Os autores sugerem, ainda, trabalhar com um beta médio desalavancado encontrado para o setor nos EUA, e depois ir alavancando-o de acordo com a estrutura de capital da empresa no Brasil, acrescentando um prêmio pelo risco associado à economia brasileira.

Damodaran (1999) acrescenta um prêmio de risco à fórmula do CAPM, conforme a expressão:

$$K_e = R_f + \beta (\text{RM, prêmio de risco em mercados maduros}) + \lambda (\text{prêmio risco do país})$$

Onde:

K_e = custo do capital próprio;

R_f = taxa livre de risco;

β = beta médio desalavancado do setor norte-americano compatível com o setor da empresa brasileira;

RM = prêmio de risco em mercados maduros, que é o prêmio histórico das ações de empresas americanas sobre os bônus do Tesouro Americano;

λ = grau de exposição da empresa brasileira ao prêmio de risco do país.

2.2.2 Vantagens e desvantagens do uso do capital próprio

2.2.2.1 Vantagens

Seguem algumas vantagens do uso do capital próprio:

- O acionista mantém o controle total do negócio. Não precisa dividir o poder ou dar satisfação a nenhum outro acionista quando a empresa é de capital fechado;

- O acionista decide sobre política de dividendos, investimentos e estratégia de crescimento, sem necessidade de consulta, no caso de empresa de capital fechado. Existem alguns casos de empresas de capital fechado nas quais o acionista, por decisão própria, decide implantar regras de governança corporativa, com criação de conselho de administração, diretoria executiva, conselho fiscal e comitês (investimentos, estratégia e política de remuneração). Esses são casos extremos, em que o acionista está preparando a empresa para sucessão (gerações futuras), para abertura de capital (IPO) ou para entrada de um sócio estratégico, como um fundo de investimentos (*private equity* ou *venture capital*);
 - O acionista tem autonomia total para tomar decisão, sem necessidade de autorização prévia;
 - O acionista decide como e quando crescer, quem deve contratar, onde investir e como gastar ou empregar os recursos da empresa.

2.2.2.2 Desvantagens

Seguem algumas desvantagens do uso do capital próprio:

- A expansão da empresa fica limitada aos recursos dos acionistas ou aos recursos gerados pela geração de caixa da própria empresa;
- O crescimento orgânico fica limitado ao reinvestimento de parte ou da totalidade dos lucros, dependendo da política adotada pelos acionistas;
- O custo do capital próprio é maior do que o custo do capital de terceiros. Neste caso, os acionistas tomam todos os riscos inerentes ao negócio, sua gestão e estratégia. Qualquer decisão errada pode comprometer a perenidade da empresa;
- Os acionistas ficam sem instrumento de saída para o investimento realizado na empresa. Todo o capital empregado na empresa para compra de ativos, móveis, equipamentos, terrenos etc. fica imobilizado, e o acionista sem liquidez. Se houver problema de sucessão, os acionistas ficam sem alternativa de saída rápida do investimento. Diferente do que ocorre quando a empresa é listada em bolsa, caso em que os acionistas podem vender as suas ações a qualquer momento. Nesta situação, os acionistas ficam também sem uma referência de valor por sua empresa. Ao passo que, para empresas listadas em bolsa, seu valor é atribuído pelo mercado diariamente;

- A empresa corre o risco de se fechar em si mesma, não aderindo a novas técnicas de gestão, transparência e atração de novos talentos.

2.3 Conceito de capital de terceiros

Capital de terceiros é o resultado de recursos financeiros obtidos no mercado junto a terceiros (pessoa física, pessoa jurídica, instituição financeira, agente de fomento, agência multilateral, cooperativa de crédito, entre outros), a título de empréstimo ou financiamento de curto, médio e longo prazos.

O capital de terceiros também pode ser obtido junto a fornecedores na aquisição de matéria-prima, compra de insumos e outros materiais para o processo produtivo ou comercial, com prazo para pagamento superior ao prazo de vendas.

O capital de terceiros, do ponto de vista da empresa e do tratamento contábil, é definido como “exigibilidade”. Hatfield (apud IUDÍCIBUS, 2011) define exigibilidade como sendo aquilo que é subtraído dos ativos, ativos negativos. Assim, segundo o autor, seria lógico preparar um balanço no qual as exigibilidades totais fossem subtraídas dos ativos totais, deixando no lado direito do balanço somente os itens que representam a propriedade.

O passivo, portanto, é uma exigibilidade, cabendo, assim, definir o que deve ser incluído ou excluído das exigibilidades. Vale notar que tem havido interpretações restritivas e amplas sobre passivos. Das interpretações restritivas, entende-se que apenas as dívidas efetivas (legais) deveriam ser incluídas. Desse modo, apenas os valores a pagar decorrentes de algumas transações passadas deveriam ser contemplados como passivos. Alguns autores, com interpretação mais ampla, consideram que devem ser incluídos nas exigibilidades os valores devidos. Se houver falha no cumprimento de algum ato futuro, devem ser contabilizados como lucros diferidos ou passivos contingenciais.

O Comitê de Princípios da *American Accounting Association* considera que as exigibilidades deveriam ser obrigações legais, mas nem todas as obrigações legais são exigibilidades na data do balanço. Em 1957, era definido que os interesses dos credores (exigibilidades) eram reclamados contra a entidade e derivavam de atividades passadas ou de eventos que requeriam o gasto de recursos corporativos para a sua satisfação (IUDÍCIBUS, 2011).

2.3.1 Custo do capital de terceiros

2.3.1.1 Determinando o custo da dívida

O custo da dívida (ou capital de terceiros) é o custo pelo qual a empresa consegue captar recursos de longo prazo. Como os juros da dívida são dedutíveis do Imposto de Renda, é necessário deduzir do custo da dívida a alíquota marginal dos impostos. Nesse sentido, pode se obter o custo da dívida por meio da fórmula:

$$K_d = (1 - t) \times R_d$$

Onde:

K_d = custo da dívida;

t = taxa de imposto de renda;

R_d = custo da dívida de longo prazo.

Considerando que a empresa faz uso de um *mix* de capital, composto por capital próprio e capital de terceiros, seu custo de capital total é dado pelo Custo Médio Ponderado de Capital – *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*.

De acordo com Damodaran (1999), o custo médio ponderado de capital pode ser intuitivamente definido como a taxa média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento da empresa, incluindo dívidas e patrimônio líquido, utilizada por uma empresa para financiar as suas atividades. A equação para cálculo do WACC é dada por:

$$WACC = ((D/(D+E)) \times K_d) + ((E/(D+E)) \times K_e)$$

Onde:

WACC = custo médio ponderado de capital;

D = total de dívida;

E = total de capital próprio;

K_d = custo da dívida;

K_e = custo do capital próprio.

2.3.2 Vantagens e desvantagens do uso do capital de terceiros

2.3.2.1 Vantagens

Seguem algumas vantagens do uso do capital de terceiros:

A contratação de dívida para a empresa se apresenta como uma alternativa para a obtenção de recursos financeiros para financiamento de projetos, expansão e investimentos. Na teoria de finanças desenvolvida por Modigliani e Miller (M&M), em 1958, o benefício fiscal da dívida é o fator de principal importância para as empresas. M&M concluíram em seus estudos que dívida é benéfica para a empresa devido ao benefício fiscal, no entanto, a gestão precisa ficar atenta ao equilíbrio entre o percentual de dívida e o percentual de capital próprio.

O crescimento das empresas requer capital, seja de origem própria ou de terceiros, de acordo com Brigham e Houston (1999). A maneira como a empresa organiza o equilíbrio entre o capital próprio e o de terceiros é chamada de estrutura de capital. De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (1995), a estrutura de capital indica as proporções de financiamento com capital próprio e capital de terceiros de curto, médio e longo prazos.

Famá e Grava (2000) observam que, para o tema estrutura de capital, não existe debate conclusivo. O endividamento contribui para aumentar o valor da empresa pela eficiência fiscal que promove, até o ponto que a sua contribuição marginal se iguala ao custo de restrição financeira, aumentando os custos de captação de novas dívidas e, conseqüentemente, a possibilidade de falência.

Vale notar que definir a estrutura de capital apropriada ou adequada para uma empresa é uma das atividades mais complexas das finanças modernas. Fazer opção por determinada estrutura de capital pode maximizar o valor da empresa e os lucros. É necessária a identificação da estrutura ótima de capital, que represente o equilíbrio entre o capital próprio e o de terceiros, sem trazer risco de solvência para a empresa.

Segundo Brigham e Houston (1999), a estrutura ótima de capital é resultado do equilíbrio entre risco e retorno, que maximiza o preço das ações de uma empresa.

De acordo com Famá e Grava (2000), a discussão em aberto não impede que exista uma teoria dominante, que se reconhece incompleta, mas que reúne as qualidades de ser de fácil compreensão, atendendo ao bom senso, e, acima de tudo,

refletindo de maneira aceitável a realidade. Ainda segundo Famá e Grava (2000), referindo-se ao conceito de restrição financeira introduzido por Ross et al., em 1996, ao endividar-se, a empresa passa a incorrer em uma série de custos, crescentes com o endividamento, pela possibilidade de que se torne inadimplente. O endividamento é benéfico para a empresa pelo benefício fiscal, entretanto, associados a ele, surgem os custos de restrição financeira.

A empresa atinge o seu nível de endividamento ótimo quando os ganhos marginais do endividamento se igualam aos custos marginais da restrição financeira (FAMÁ; GRAVA, 2000).

2.3.2.2 Desvantagens

Especialistas estão longe de um consenso sobre os níveis de endividamento e seus benefícios para as empresas. Henry Kaufman, economista conhecido de Wall Street, argumentou que os níveis de endividamento haviam se elevado tanto que um pequeno revés econômico poderia transformar-se em grande recessão. John Paulus, economista do Banco Morgan Stanley, contra-argumentou, dizendo que a dívida constitui a fonte mais barata de capital e que, para as empresas norte-americanas competirem eficazmente nos mercados globais, elas devem captar ainda mais recursos financeiros, quer seja por meio dos bancos ou com emissão de título de dívida (WESTON; BRIGHMAN, 2000).

O endividamento ocasiona o aumento dos fluxos de caixa e, conseqüentemente, o aumento do valor da empresa. No entanto, segundo Weston e Brigham (2000), as empresas estão começando a desalavancar, substituindo endividamento por capital próprio.

Weston e Brigham (2000) consideram os efeitos da alavancagem financeira substanciais para empresas. À medida que novas parcelas de capital próprio são realizadas e a dívida é paga, os custos de juros são reduzidos, as restrições financeiras são relaxadas e as agências de classificação de crédito (agências de rating) consideram a desalavancagem financeira um sinal positivo para a saúde financeira das empresas. O pagamento do endividamento libera caixa que as empresas podem dedicar a dispêndios de capital como CAPEX e capital de giro.

O que agrega valor para as empresas é a forma como elas empregam os passivos na aquisição de ativos que vão gerar produtos e/ou serviços em atividades

operacionais. Se a empresa captar recursos por meio de dívida bancária ou emissão de títulos no mercado, e não consegue gerar valor com suas operações, então o endividamento, além de ser inútil, torna-se prejudicial à sua saúde financeira.

Para Famá e Melher (1999), a alavancagem financeira pode gerar problemas para a empresa, tais como: (i) elevação do risco financeiro – os juros tornam-se uma modalidade de custo fixo, agregando risco financeiro à empresa; (ii) custo de falência – existência, segundo alguns autores, do custo de falência, em parte ligado ao risco do negócio; e (iii) risco de flutuação de taxas de juros – este tipo de risco foi pouco abordado por autores da teoria de finanças. A variabilidade de taxas de juros por fatores conjunturais da economia poderia inviabilizar por determinado momento a rolagem de dívidas.

2.3.3 Instrumentos de capitalização com uso do capital de terceiros

O financiamento com dívida ou título de dívida é o instrumento mais utilizado pelas empresas nos principais mercados do mundo. Empresas de capital fechado conseguem levantar recursos por meio de diversas fontes: investidores-anjo, empresas de capital de risco, investidores institucionais e investidores corporativos (BERK; DEMARZO, 2009).

2.3.3.1 Investidores-anjo

Os investidores-anjo são investidores individuais, que compram participação em pequenas empresas de capital fechado. Muitos são amigos ou conhecidos dos empreendedores. No Brasil, essa atividade tem crescido devido ao processo de estabilidade macroeconômica do país, após a implantação do Plano Real (1994) e a redução das taxas de juros.

Muitos empresários capitalizados montaram escritórios especializados, dedicados a fazer gestão de suas fortunas, conhecidos como *family offices*. Por intermédio de seus *family offices*, investem em fundos privados, que, por sua vez, investem na compra de participação acionária em empresas em funcionamento, empresas em fase pré-operacional, *business plan* ou *start-ups*.

2.3.3.2 *Private Equity* e *Venture Capital*

Empresas de capital de risco, conhecidas no Brasil como Fundos de *Private Equity*, são uma fonte de recurso para investimento em empresa de capital fechado. Normalmente, compram uma participação minoritária no capital da empresa que vai receber investimento (entre 25% e 30%), e, por meio de acordo de acionistas com os controladores, passam a influenciar na gestão e na estratégia da empresa.

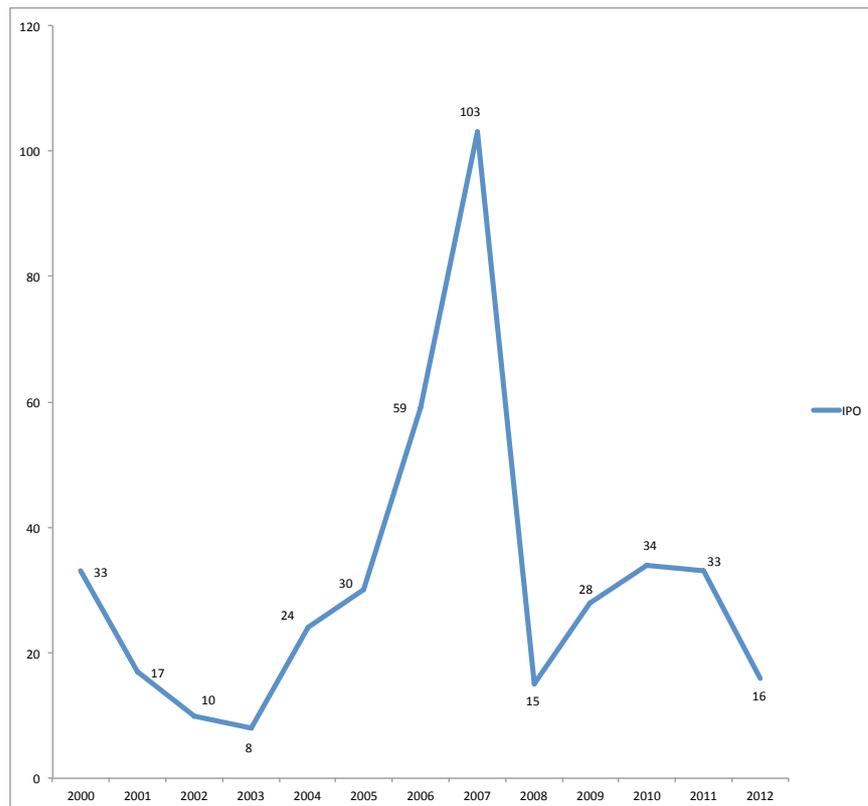
Em 2000, foi criada no Brasil a Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP), que, atualmente, conta com mais de 200 membros, entre fundos de *private equity* e *venture capital* nacionais e internacionais.

2.3.3.3 Abertura de Capital (IPO)

No Brasil, a partir de 2004, muitos fundos de *private equity* internacionais chegaram ao país, comprando participação no capital social de empresas, fortalecendo a gestão das mesmas e implantando princípios de governança corporativa. Após alguns anos, os fundos vendem a sua participação nas empresas a investidores no mercado de capitais.

Muitas das empresas que fizeram abertura de capital receberam investimento de um fundo de investimento (*private equity* ou *venture capital*). Foi o caso das empresas Natura, GOL, ALL, DASA, CPFL, TAM, Submarino, Localiza e UOL, que fizeram IPO de 2004 a 2005. Várias outras empresas que receberam investimentos de fundos também fizeram oferta pública de ações (IPO) (RIBEIRO, 2005).

No Gráfico 3, a seguir, é possível observar a quantidade de empresas que abriram capital na Bolsa de Valores de São Paulo de 2000 a 2012. O pico de IPO e de novas ofertas de ações realizadas após o IPO (*Follow On*) ocorreu em 2007, com 103 empresas estreantes na bolsa. No período, foram realizadas operações em bolsa para 410 empresas (IPO ou *Follow on*), em ofertas primárias ou secundárias de ações, levantando um montante equivalente a R\$ 399,6 bilhões junto a investidores nacionais e internacionais.

Gráfico 3 - Quantidade de IPO e *Follow On*.

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados da CVM (2013).

É importante salientar que existem alguns fundos de *private equity* internacionais presentes no Brasil e outros que foram estruturados por gestores brasileiros com capital nacional. Alguns se destacam pelos investimentos realizados nos últimos anos, como Advent, Carlyle, Actis, Pátria, BR Educacional, DGF Investimentos, Gávea Investimentos, Rio Bravo e Kinea Investimentos, entre outros.

2.3.3.4 Investidores institucionais

No Brasil, os investidores institucionais são fundos de pensão de empresas estatais, sendo os maiores: a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI) e a Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS), além de outros fundos de pensão ligados a empresas como Caixa Econômica Federal – Fundação de Economiários Federais (FUNCEF) –, Itaipu Bi-Nacional, Banco Central do Brasil, entre outros.

Os investidores institucionais são os maiores investidores em títulos de dívida no Brasil, tanto de títulos públicos como de títulos de dívida emitidos por empresas.

2.3.3.5 Investidores corporativos

Outra modalidade de investidor são os investidores corporativos, empresas já estabelecidas que decidem comprar participação em empresas de capital fechado.

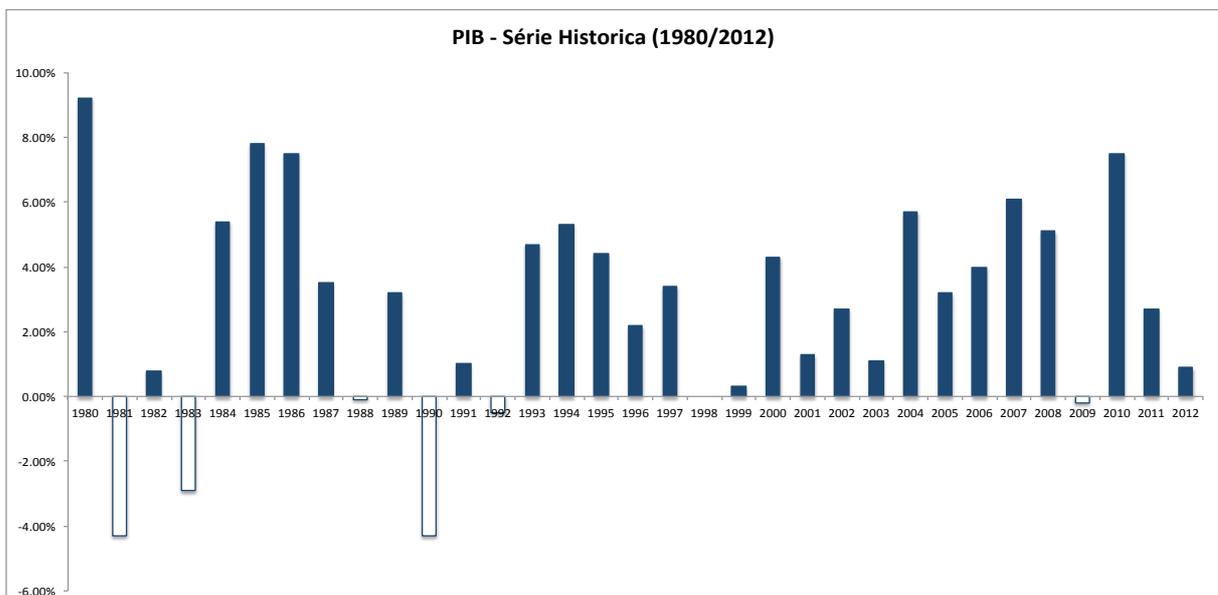
Uma empresa que decide investir em uma empresa de capital fechado é chamada de investidor corporativo, parceiro corporativo, parceiro estratégico ou investidor estratégico.

Outros investidores mencionados anteriormente estão interessados em retorno financeiro, que obterão com os investimentos que fizerem. Os investidores corporativos, ao contrário, investem com objetivos corporativos estratégicos, além do desejo por retornos sobre os investimentos (BERK; DEMARZO, 2009).

2.4 Mercado de títulos de dívida para empresas no Brasil

O período de 1980 a 1990 ficou conhecido, no Brasil, como “década perdida”. A economia brasileira vinha crescendo a uma média de 7,10% de 1947 a 1980. O Gráfico 4, a seguir, apresenta a série histórica do PIB brasileiro de 1980 a 2012. De 1981 a 1990, o Brasil cresceu, em média, 2,0%; de 1991 a 2000, 2,80%; e de 2001 a 2012, 2,95%. No período de 1981 a 2012, o crescimento médio foi de 2,95%, muito abaixo da média de 7,10% de 1947 a 1980.

Gráfico 4 - PIB série histórica (1980/2012).



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (2013).

O Brasil e toda a América Latina sofreram com a estagnação econômica da década de 1980. Houve redução da produção industrial, aumento no índice de desemprego, descontrole de preços, alta inflação, aumento da dívida pública e descontrole no câmbio.

A década de 1980 representou o ciclo de expansão econômica vivido pelo Brasil nos anos de 1970, caracterizado pelo milagre econômico (1969 a 1973), período em que a economia brasileira cresceu, em média, 11,3% ao ano.

Cabe dizer que o comportamento do PIB da economia brasileira afeta diretamente o mercado de títulos de dívida. Os períodos de maior crescimento no mercado de títulos de dívida foram dois anos, de 1994 a 1995, e quatro anos, de 2004 a 2007, período em que houve crescimento do PIB. Isso evidencia a importância da estabilidade macroeconômica do país para o desenvolvimento e o crescimento do mercado de títulos de dívida.

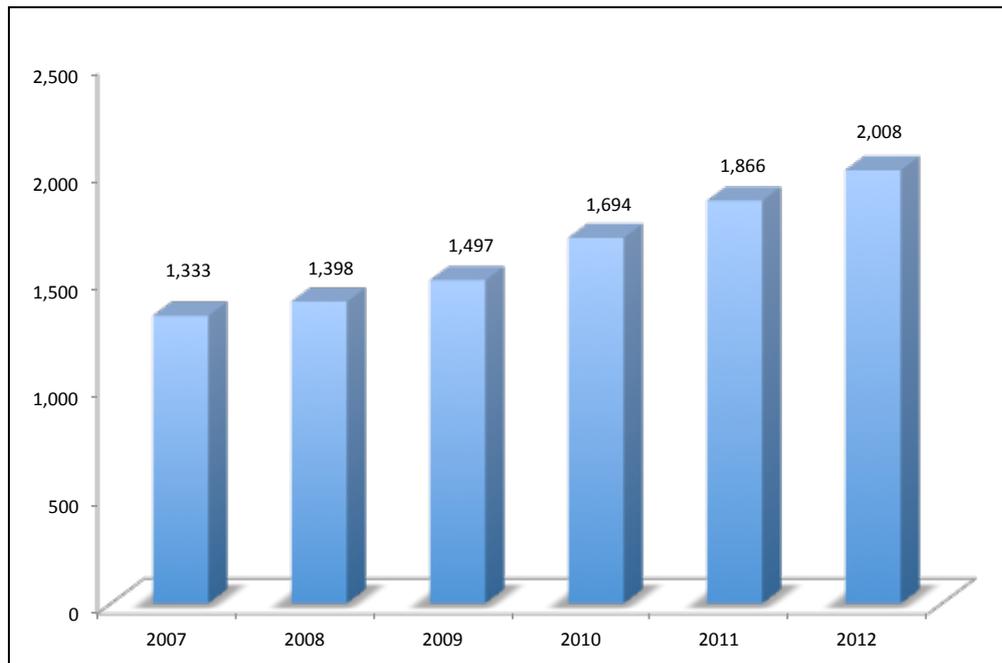
2.4.1 Investindo em títulos de dívida no Brasil

No Brasil, o mercado de títulos de dívida para empresas vem se desenvolvendo, especialmente após o processo de estabilização macroeconômica do país, com o advento do Plano Real. O mercado de títulos de dívida é dominado pelos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional (títulos públicos) e pelos títulos emitidos por empresas (títulos privados).

As condições vantajosas oferecidas pelos títulos públicos emitidos pela República, indexados à taxa de juros, taxa de câmbio e taxa de inflação, oferecem ao investidor uma proteção contra os riscos de mercado, proporcionando, assim, a combinação de risco, rentabilidade e liquidez que o investidor deseja (PAULA; FARIAS JR., 2012).

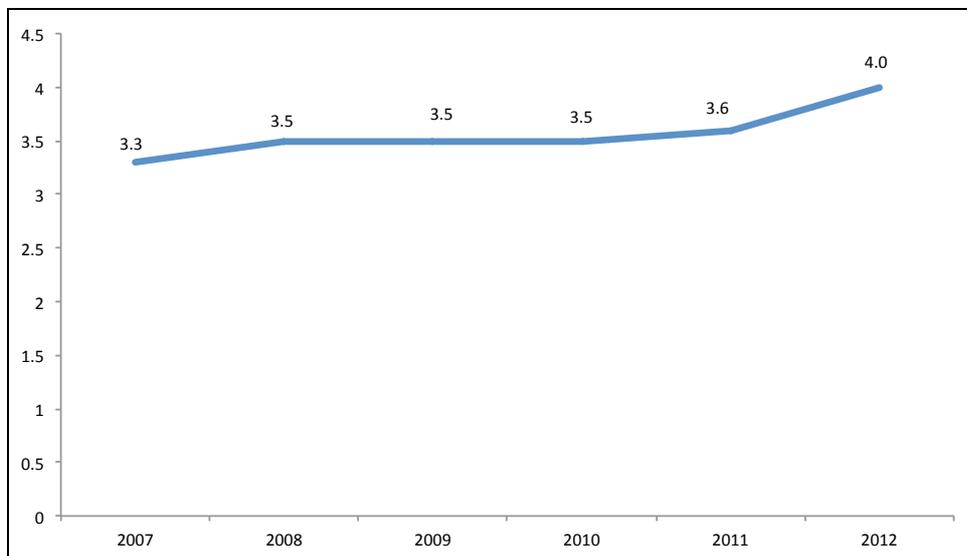
O Gráfico 5, a seguir, apresenta a evolução do crescimento da dívida pública brasileira de 2007 a 2012, que passou de R\$ 1,333 bilhões em 2007 para R\$ 2,008 bilhões em 2012, tendo prazo médio de vencimento passado de 3,3 anos para 4,0 anos, conforme mostra o Gráfico 6.

Gráfico 5 - Dívida pública federal em bilhões de reais.



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados do Tesouro Nacional (BRASIL, 2013).

Gráfico 6 - Prazo médio dos títulos da dívida pública em anos.

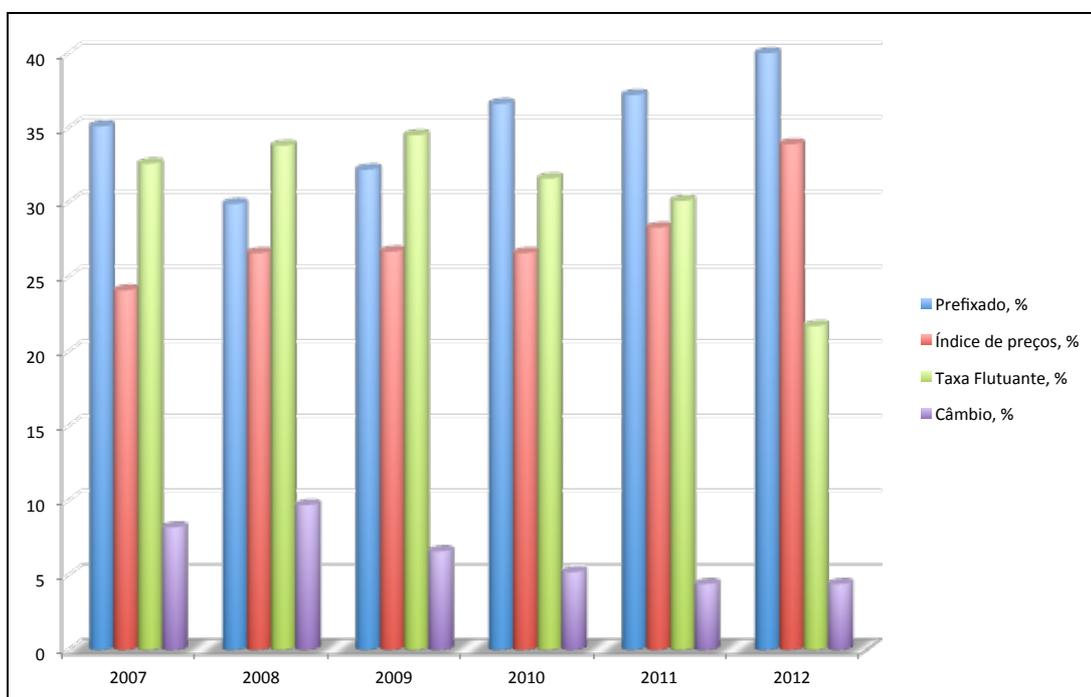


Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados do Tesouro Nacional (BRASIL, 2013).

O Gráfico 7, a seguir, apresenta a estrutura e a indexação da dívida pública brasileira emitida pelo Tesouro Nacional. As parcelas da dívida indexada à taxa prefixada vêm crescendo nos últimos anos, passando de 35% em dezembro de 2007 para 40% em dezembro de 2012. As parcelas indexadas a índices de preços passaram de 24% para 34%. Já as parcelas indexadas à taxa flutuante e ao câmbio

passaram de 33% para 22%, e de 8% para 4%, respectivamente.

Gráfico 7 - Estrutura de indexação da dívida pública federal.



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados do Tesouro Nacional (BRASIL, 2013).

Os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional são atraentes para o investidor por sua possibilidade de reposicionamento diário ante a taxa de juros, o que permite que seja feito um *hedge* natural contra choques de taxa de juros. Além disso, possuem a garantia do Tesouro Nacional, e, com isso, o risco de *default* é próximo de zero. Com essas condições, os títulos públicos tornam-se concorrentes diretos dos títulos emitidos por empresas (PAULA; FARIAS JR., 2012).

De acordo com Paula e Farias Jr. (2012), os títulos públicos indexados à taxa SELIC prejudicam o ambiente de mercado e influenciam negativamente as emissões de títulos de dívida de empresas.

Dado o ambiente concorrencial entre os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e os títulos emitidos por empresas, estas passam a ter duas opções: (i) emitir títulos prefixados com alta remuneração e curto prazo; e (ii) emitir títulos com remuneração média e prazo médio, mas com características semelhantes aos títulos emitidos pela República, com prêmio de risco maior, garantia colateral e, em alguns casos, aval dos acionistas.

2.4.2 Evolução do mercado de títulos de dívida no Brasil

A evolução do mercado de títulos de dívida para empresas está associada ao contexto macroeconômico pelo qual o Brasil passou nas últimas décadas. O ambiente para a emissão de títulos de dívida evoluiu de forma bastante positiva após a implantação, com sucesso, do Plano Real (1994).

Analisando a economia brasileira após a implantação do Plano Real, observa-se que o período de 1995 a 1998 foi caracterizado pela operação de política econômica centrada no câmbio valorizado. O volume médio de emissão de títulos de dívida de empresas foi de R\$ 37 bilhões anuais.

Com o câmbio fortemente valorizado, houve aumento das captações internacionais, por meio de títulos de dívida, com emissões, na época, em média de US\$ 24,4 bilhões anuais. Essas captações eram limitadas a grandes empresas e grupos econômicos com capital aberto no Brasil e negociações de *American Depositary Receipt* (ADR) na Bolsa de Valores de Nova Iorque.

O período de 1999 a 2003 foi marcado pela instabilidade macroeconômica e duas crises cambiais (1999 e 2002).

Em 1999, o governo abandonou a política cambial de câmbio semifixo e promoveu a desvalorização do Real. A implementação da política econômica com juros real alto, baixo investimento e câmbio sobrevalorizado criou várias distorções na economia.

Como decorrência das políticas adotadas pelo governo, aumentam os saldos negativos na Balança Comercial (exportação/importação) e na conta de Transações Correntes (Balança Comercial, mais da Balança de Serviços e Transferências Unilaterais), colocando o país em situação de vulnerabilidade e dependência com relação ao fluxo de capitais estrangeiros (FILGUEIRAS, 2003, p. 2).

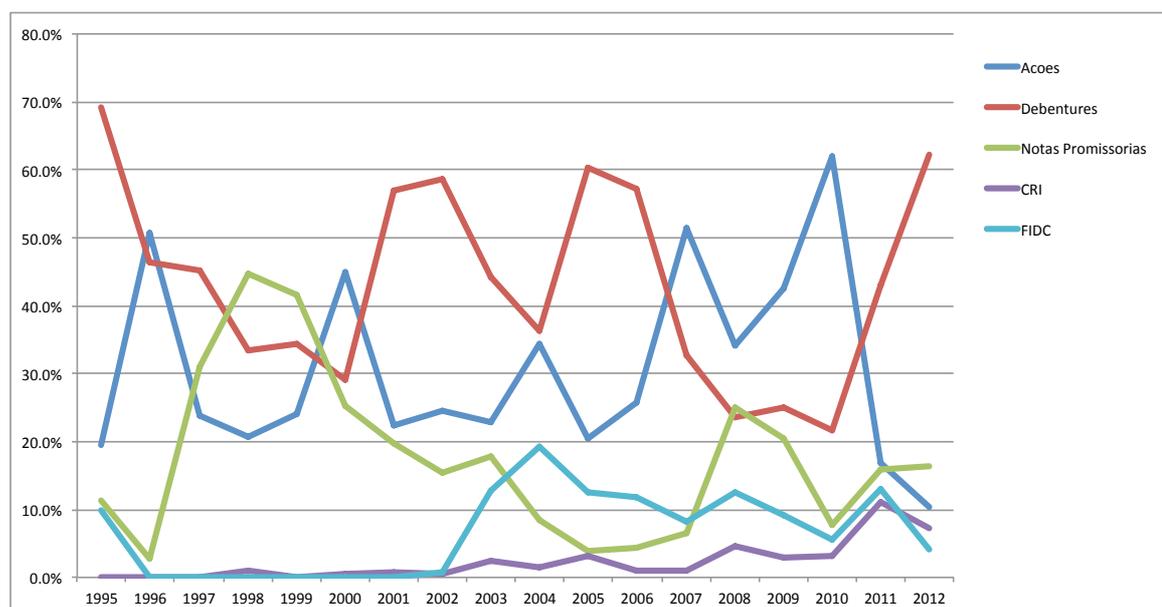
Em 2002, a razão da crise foi a instabilidade provocada pela eleição presidencial e a possibilidade de o Partido dos Trabalhadores (PT) chegar à Presidência da República. O câmbio disparou, chegou a R\$ 4,00/US\$ 1,00. O risco país medido pelo Banco J. P. Morgan também disparou, atingindo a marca histórica de 2.436 pontos, ou seja, os títulos da dívida pública do Brasil ou qualquer título novo emitido pelo Tesouro Nacional eram negociados a taxa de 24,36% ao ano, acima dos títulos do Tesouro Americano. As reservas internacionais eram de US\$ 35 bilhões. Os investidores inquietos com a possibilidade de o PT chegar ao poder não paravam de comprar dólares e remeter para o exterior, diminuindo o estoque de

reservas internacionais em poder do BACEN. O governo teve de recorrer a uma linha de crédito emergencial do Fundo Monetário Internacional (FMI), no valor de US\$ 30 bilhões, para suportar o momento de turbulência. A instabilidade afetou também os mercados de títulos de dívida local e internacional.

O período de 2004 a 2007 foi marcado pelo contexto internacional positivo, com muita liquidez internacional e o *boom* nos preços das *commodities*. Ocorreu crescimento do mercado de títulos de dívida de empresas, com destaque para o crescimento na emissão de debêntures, CRI e FIDC.

O Gráfico 8, a seguir, apresenta o comportamento do mercado de títulos de dívida de empresas. As emissões de debêntures apresentam ciclos de alta e baixa de 2000 a 2002, de 2005 a 2007 e de 2010 a 2012. Em 2012, as debêntures representaram 63% das emissões, em novo ciclo de alta. As notas promissórias apresentaram comportamento inverso ao das debêntures, representando 16% do total das emissões em 2012, ante 24% em 2008. As emissões de ações (IPO e *Follow On*) que vinham em ritmo de crescimento acelerado desde 2005, com participação de 51% das emissões em 2007, subiram para 61% em 2010 e fecharam o ano de 2012 com 10% de participação nas emissões totais. Os FIDC, que tiveram o seu melhor momento em 2004, com participação de 19%, fecharam o ano de 2012 com 4% de participação. O mesmo ocorreu com os CRI, que tiveram crescimento até 2011, quando atingiram participação de 11%, caindo para 7% em 2012.

Gráfico 8 - Emissões de dívida privada e ações no mercado brasileiro em % do total (1995/2012).



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em dados do Sistema Nacional de Debêntures (2013).

A demanda dos investidores por debêntures, CRI e FIDC é relativamente limitada por sua falta de liquidez. O cenário está mudando conforme pode ser observado no Gráfico 8. A participação das debêntures nas emissões totais passou de 23% em 2008 para 62% em 2012, ao passo que as emissões de CRI e FIDC encerraram o ano de 2012 com participação de 7,2% e 4,0% respectivamente.

Vários problemas têm sido apontados para explicar a inibição do mercado de títulos, entre os quais se destacam poucos emissores e poucos investidores, além da concorrência com os títulos da dívida pública emitidos pelo Tesouro Nacional.

3 SECURITIZAÇÃO COMO MECANISMO DE FINANCIAMENTO PARA AS EMPRESAS

3.1 Definição

O termo securitização, em inglês *securitization*, surgiu em Wall Street, para a definição de um produto financeiro, em uma entrevista de Lewis S. Ranieri para o Wall Street Journal. Lewis S. Ranieri, ex-corretor de valores mobiliários da Bolsa de Valores de Nova Iorque, foi vice-presidente do Banco de Investimentos Salomon Brothers. É considerado o pai das finanças estruturadas lastreadas em hipotecas. Em 2004, Lewis foi considerado pela revista Business Week uma das mentes mais inovadoras dos últimos 75 anos. Lewis comentou que os editores do Wall Street Journal não queriam utilizar o termo *securitization* na entrevista, por se tratar de um jargão de Wall Street e não de uma palavra (SANTOS; CALADO, 2011).

O termo criado por Lewis passou a ser utilizado para caracterizar operações financeiras que tinham como lastro contratos de hipoteca. Em 1996, Leon T. Kendall e Michael J. Fishman publicaram o livro “*A Primer on Securitization*”. O livro traz artigos de vários autores e estudos de caso. Na obra, Kendall escreveu um artigo intitulado “*Securitization: a new era in American finance*”. Para Kendall, a securitização pode ser definida como um processo onde empréstimos e outros instrumentos de dívida se agrupam em *pool*, com o objetivo de converter ativos ilíquidos em títulos de valores mobiliários líquidos para vendê-los a investidores (SANTOS; CALADO, 2011).

Autores como Kenneth N. Klee e Brendth C. Butler, em *paper* publicado no Uniform Commercial Code Law Journal, definem securitização como um processo de “desintermediação bancária” (SANTOS; CALADO, 2011).

Em “*Managing Credit Risk*”, John B. Cauette, Eduard I. Altman, Paul Narayanan e Robert Nimmo descrevem securitização como uma técnica que transforma fluxos financeiros ilíquidos, como títulos comerciais, contratos de hipotecas, recebíveis de cartão de crédito, recebíveis de contratos escolares e contas a receber, em títulos de valores mobiliários comercializados no mercado financeiro, títulos líquidos (SANTOS; CALADO, 2011).

De modo geral, pode-se dizer que securitização é um instrumento financeiro novo nos mercados americano e brasileiro. É uma operação relativamente complexa para ser estruturada até ser colocada à disposição dos investidores.

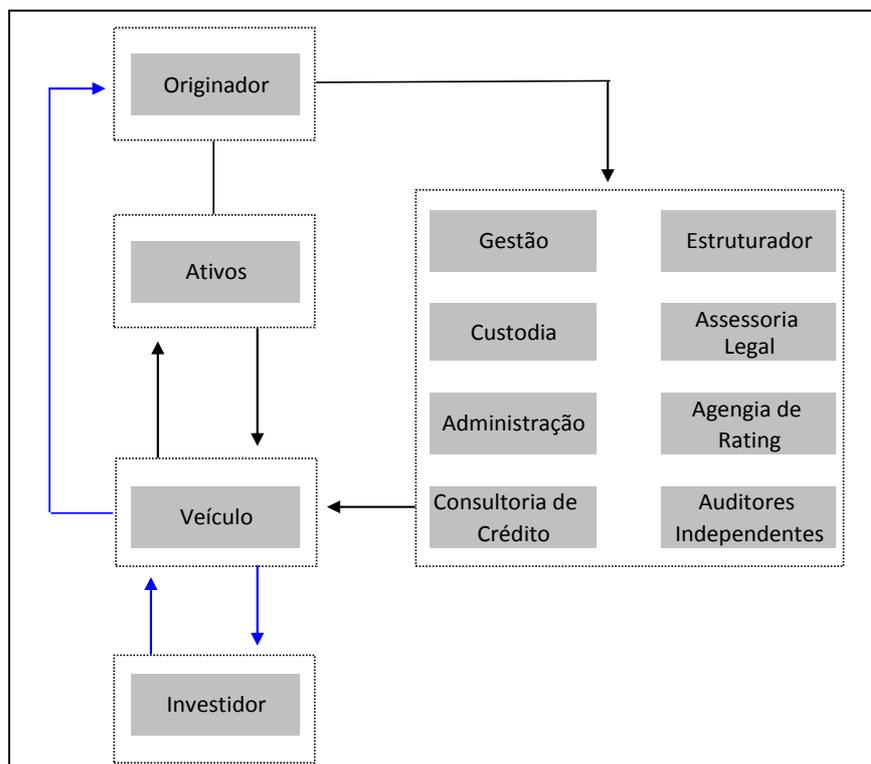
3.2 Securitização no Brasil

No Brasil, as estruturas mais utilizadas para as operações de securitização foram as Sociedades de Propósito Específico, conhecidas como SPE. O propósito de uma SPE era isolar os riscos inerentes aos originadores dos créditos.

Com o aperfeiçoamento da legislação brasileira, surgiram outros instrumentos e outras estruturas em substituição às SPE. Foram criados os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e os Fundos de Investimentos Imobiliários (FII).

A Figura 2, abaixo, apresenta uma operação de securitização tradicional, envolvendo o originador (titular dos créditos a serem securitizados), o investidor (quem vai comprar os créditos em troca de determinado prêmio) e os demais agentes envolvidos na estruturação da operação.

Figura 2 - Fluxo de uma operação de securitização tradicional.



Fonte: Adaptada de Santos e Calado (2011).

3.2.1 Estruturas de securitização no Brasil

As operações de securitização se iniciam com um originador (empresa que necessita de recursos). Identificado o originador, identificam-se os ativos que podem ser utilizados como lastro da operação.

Os ativos podem ser fluxos de caixa performados ou a performar, que possam ser objeto de cessão para a estruturação da operação.

Uma vez identificados os ativos que serão objetos da cessão, bem como o montante a ser cedido e o prazo da cessão, inicia-se o processo de estruturação do melhor instrumento ou veículo que receberá a cessão de recebíveis. No Brasil, os veículos mais utilizados para as operações de securitização foram as Sociedades de Propósito Específico (SPE).

Um dos propósitos da SPE era isolar os ativos do risco de falência do originador, de forma que a SPE não fosse afetada no caso de falência do originador.

Como já foi dito, com o aperfeiçoamento da legislação brasileira, surgiram outros veículos em substituição às SPE, os FIDC, os CRI e os FII.

3.2.1.1 Debêntures

Debênture é um título de dívida, emitido por empresa, com o objetivo de captar recursos junto a investidores no mercado de capitais. Oferece ao investidor o direito de crédito contra a companhia emissora, prometendo-lhe determinado prêmio de juros ao longo de determinado período de tempo.

As debêntures foram regulamentadas pela Instrução CVM nº 404, de 13 de fevereiro de 2004, que consolidou e formalizou uma série de práticas utilizadas pelo mercado e introduziu novidades ao processo de oferta pública de distribuição de debêntures.

No Brasil, as operações de securitização tiveram início no formato de debêntures, antes do surgimento de legislação que instituiu os FIDC.

A Figura 3, a seguir, demonstra a estrutura de emissão de debêntures por meio de SPE.

Figura 3 - Emissão de debêntures por meio de SPE.

ORIGINADOR		SPE		INVESTIDORES
ATIVO	PASSIVO	ATIVO	PASSIVO	ATIVO
Fatura de empresa		Recebe cessão de crédito dos ativos do originador	Emite título de valor mobiliário para investidor Debênture Cotas	Compra as Debêntures Recebe principal e juros
Fatura de cartão de crédito				
Contrato de locação				
Contrato Escolar, etc.				

Fonte: Elaborada pelo autor, com base em um prospecto de emissão de debêntures.

A emissão ocorre do seguinte modo:

1. O originador estabelece um contrato de cessão de recebíveis (faturas e créditos a receber de clientes);
2. A SPE emite debêntures para pagar a cessão de recebíveis;
3. As debêntures são negociadas no ambiente da Bolsa de Valores, onde são colocadas para investidores, que, para investir, analisam o prospecto de emissão e os relatórios de *rating* da emissão;
4. Os investidores pagam as debêntures com recursos financeiros. Com os recursos financeiros, a SPE paga o originador pela cessão de recebíveis;
5. Com a emissão de debêntures, o originador conseguiu transformar seus ativos sem liquidez em recursos líquidos em caixa, para fazer frente a seus projetos de investimento e capital e giro.

3.2.1.2 Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)

O Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) é um título de securitização que garante ao investidor renda fixa baseada em créditos imobiliários (contratos de aluguel) emitidos por sociedades securitizadoras, tendo sido regulamentado pela Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004.

Existem os CRI performados e não performados. Os CRI performados caracterizam-se por terem como base direitos de crédito garantidos por imóveis concluídos que possuam certidão de Habite-se. Os CRI não performados caracterizam-se por terem lastro em direitos de créditos garantidos por imóveis não

concluídos ou em fase de conclusão.

A Figura 4, abaixo, apresenta a estrutura de uma operação de CRI.

Figura 4 - Emissão de CRI.

ORIGINADOR		SECURITIZADORA		BOLSA DE VALORES	INVESTIDOR
ATIVO	PASSIVO	ATIVO	PASSIVO		ATIVO
Circulante	Circulante	Recebe cessão de crédito dos ativos do originador Contrato de Locação	Emite CRI	Ambiente de negociação dos CRIs	Paga pela compra dos CRIs em troca de prêmio (juros)
Contas a Receber					
Não Circulante	Não Circulante				
Permanente	Patrimônio Líquido				

Fonte: Elaborada pelo autor, com base em um prospecto de emissão de CRI.

A emissão ocorre do seguinte modo:

1. O originador assina a cessão de crédito dos seus ativos, normalmente com origem em contrato de locação;
2. A securitizadora emite os CRI, tendo como lastro os contratos de locação do originador;
3. No ambiente da Bolsa de Valores, os CRI são colocados para investidores;
4. Os investidores compram os CRI emitidos pela securitizadora;
5. O originador, com os CRI, antecipa o fluxo de aluguéis, transferindo o contrato de locação para o ambiente da securitizadora, e, com isso, consegue recursos para seus projetos e para capital de giro.

Algumas empresas (originador) com endividamento de curto prazo ou com ativos como prédios ou plantas industriais, fazem uso do CRI como forma de levantar recursos no mercado. A empresa pode transferir o prédio e/ou a planta industrial para uma *holding* imobiliária ou para um fundo imobiliário. A *holding* ou o fundo assinam o contrato de locação com a empresa originadora por um lado, e, por outro, assinam a cessão do contrato de locação com uma securitizadora. Com esta modalidade de securitização, a originadora consegue levantar recursos no mercado sem vender seus ativos e sem a participação dos intermediários financeiros tradicionais (bancos).

3.2.1.3 Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC)

Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) é um tipo de securitização em que os recursos captados de investidores são destinados à aquisição de direitos creditórios. O FIDC foi regulamentado pela Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, e pela Instrução nº 484, de 21 de julho de 2010.

Os direitos creditórios vêm dos créditos que uma empresa tem a receber de terceiros, como duplicatas, cheques, notas promissórias, contratos de aluguel e outros. O direito de recebimento desses créditos é negociado pela empresa com o FIDC, e, com isso, a empresa consegue recursos para as suas operações ou projetos.

A Figura 5, abaixo, apresenta uma estrutura de FIDC.

Figura 5 - Emissão de cotas de FIDC.

ORIGINADOR		FIDC		BOLSA DE VALORES	INVESTIDOR
ATIVO	PASSIVO	ATIVO	PASSIVO		ATIVO
Circulante	Circulante	Recebe cessão de crédito dos ativos do originador	Emite Cotas: Sênior Mezanino Subordinadas	Ambiente de negociação das cotas do FIDC	Paga pela compra das cotas do FIDC em troca de prêmio (juros)
Contas a Receber					
Não Circulante	Não Circulante				
Permanente	Patrimônio Líquido				

Fonte: Elaborada pelo autor, com base em um prospecto de emissão de FIDC.

A emissão ocorre do seguinte modo:

1. O originador faz a cessão dos créditos a receber para o ambiente do FIDC;
2. O FIDC emite cotas sênior, mezanino ou subordinadas. Cada série de cotas paga determinada taxa de juros, por determinado prazo;
3. No ambiente da Bolsa de Valores, as cotas são distribuídas para investidores;
4. Os investidores compram as cotas em troca de determinado prêmio, com certas condições de risco.

Esta estrutura de securitização torna possível levantar recursos no mercado para atender às necessidades de caixa das empresas.

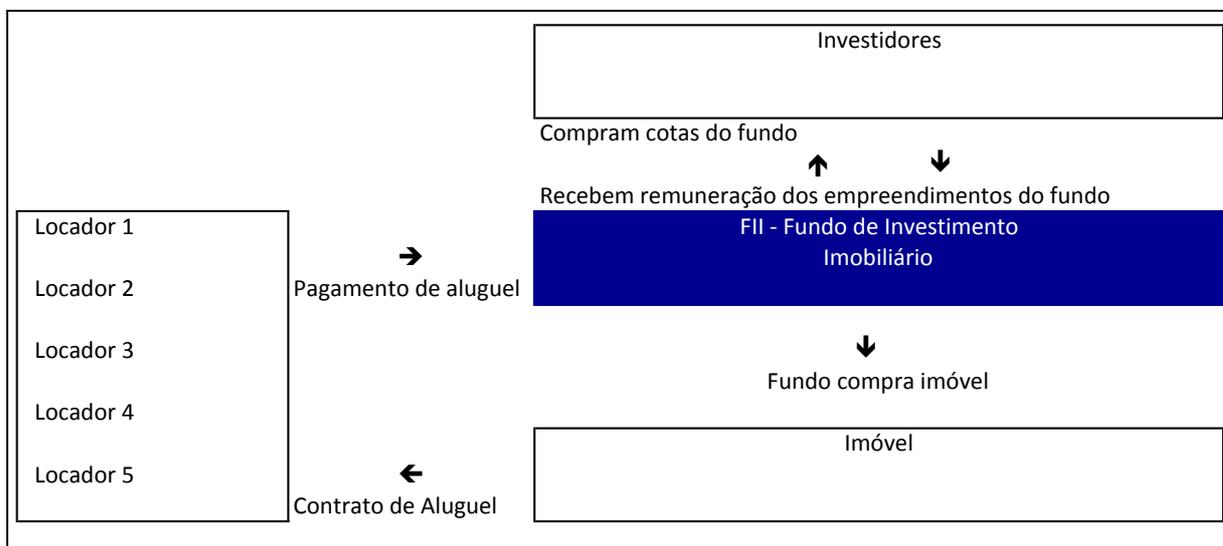
3.2.1.4 Fundo de Investimento Imobiliário (FII)

Os investimentos em bens imóveis envolvem altos valores de recursos financeiros. Vale notar que poucos são os investidores que possuem recursos suficientes para aplicar diretamente em empreendimentos dessa natureza. Esse foi um dos principais fatores que estimulou o surgimento, no mercado, do conceito de Fundo de Investimento Imobiliário (FII), regulamentado pela legislação brasileira a partir da década de 1990, por meio da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, e da Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994.

Essa nova forma de investimento por meio da securitização tornou viável o acesso de pequenos e médios investidores aos investimentos imobiliários. Os fundos imobiliários passaram a juntar os recursos captados junto a investidores e investir em um ou mais empreendimentos imobiliários que compõem a sua carteira de investimentos.

A Figura 6, abaixo, apresenta a estrutura de um FII que tem como objetivo a compra de imóvel para locação.

Figura 6 - Emissão de cotas de FII.



Fonte: Elaborada pelo autor, com base em um prospecto de emissão de FII.

Existem, ainda, outras duas modalidades de FII disponíveis no mercado brasileiro: Fundos de Desenvolvimento Imobiliário e Fundos de Investimento em Títulos Imobiliários.

Os Fundos de Desenvolvimento Imobiliário captam recursos de investidores

para investir, e têm como foco alocar os recursos captados em projetos de incorporação imobiliária. Alguns fundos participam de todas as etapas do projeto, desde a aquisição do terreno, passando pelas aprovações do projeto pelos órgãos responsáveis, até a entrega das unidades, após a conclusão e a entrega da obra. Tais fundos são os mais arriscados, pois estão expostos a diferentes tipos de risco, tais como: execução de obra, obtenção de licença ambiental e outras, bem como concessão de Habite-se etc. Por serem mais arriscados, têm o maior potencial de retorno para os investidores, oferecendo maiores prêmios.

Já os Fundos de Investimento em Títulos Imobiliários são fundos que visam à aquisição de títulos de crédito com lastro imobiliário, possuindo imóveis como garantia. Os principais riscos destes fundos são o risco de crédito do emissor do título e a qualidade dos imóveis dados em garantia.

Os bancos que concedem financiamento de imóveis podem, por meio de companhias securitizadoras, securitizar os contratos de financiamento imobiliário, transformando-os em títulos de crédito negociáveis, como CRI, para um Fundo de Investimento em Títulos Imobiliários.

3.3 Vantagens e desvantagens da securitização no Brasil

3.3.1 Vantagens

Algumas vantagens da securitização são:

- **Transferência de risco:** os riscos de perdas são transferidos em parte para os investidores. Se os créditos que dão origem aos instrumentos de securitização forem de má qualidade, e os fluxos de caixa gerados pelos créditos forem insuficientes para pagamento do compromisso com o investidor, existem mecanismos de garantia colateral que protegem o investidor, garantindo a ele a substituição dos créditos ruins por créditos bons, sem prejuízo para nenhuma das partes;
- **Liquidez:** a securitização permite transformar ativos sem liquidez (ilíquidos) em ativos líquidos, tornando possível vender esses ativos não somente a um investidor, mas a vários investidores, levantando, portanto, recursos para investimento, capital de giro ou substituição do perfil de dívida (de curto para longo prazo), quando as condições de mercado permitem;

- Gestão do balanço: a securitização permite que as empresas façam a gestão de seus balanços, por meio da cessão de créditos ou de ativos, liberando recursos para capital de giro e investimentos. Operações como a venda de um ativo imobilizado, como um prédio ou planta industrial, para fazer frente a novos investimentos ou para dar alívio no capital de giro da empresa são possíveis por meio da securitização.

3.3.2 Desvantagens

Algumas desvantagens da securitização são:

- Custos: a estruturação da operação de securitização é complexa e demanda tempo. Os custos ainda são elevados, sendo vantajosas para a empresa apenas operações com captação superior a R\$ 30 milhões;
- Riscos: os riscos são transferidos parcialmente para os investidores. Nesse sentido, a empresa precisa fazer uma boa gestão financeira para suportar a eventual inadimplência de seus clientes, quando faz securitização com base em recebível. Caso os clientes se tornem inadimplentes, a empresa terá de suportar a inadimplência, substituindo os créditos inadimplentes por créditos líquidos.

3.4 Securitização nos Estados Unidos

Nos Estados Unidos, as estruturas de securitização surgiram na forma de um *pool*, nos anos de 1970, tendo como lastro contratos de empréstimos de financiamento imobiliário (hipotecas).

De acordo com Santos e Calado (2011), a primeira operação de securitização de ativos como sendo o *pool* de hipotecas no mercado americano foi desenvolvido pela *Governmental Sponsored Enterprise* (GSE), agência governamental criada para o desenvolvimento do mercado de hipotecas residenciais. A GSE constituiu o *pool* de hipotecas denominado *Governmental National Mortgage Association* (GINNIE MAE). Com o sucesso da operação, o governo americano criou duas agências conhecidas como *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FREDDIE MAE) e *Federal National Mortgage Administration* (FANNIE MAE). Tais agências foram autorizadas pelo governo a emitir *Mortgage-Backed Securities* (MBS), que são

títulos lastreados em um *pool* de contratos de hipotecas residenciais. O risco de *default* (calote) dessas operações no final era do próprio Tesouro Americano. Em caso de *stress* ou ameaça de *default*, ficava implícito que o Tesouro Americano agiria de forma ativa para resguardar os interesses dos credores.

No mundo corporativo, de acordo com Kothari (2006), as empresas fazem uso da securitização para levantar recursos no mercado fora do sistema bancário tradicional, tendo como lastro os seus contratos com clientes.

Em 1985, surgiram as operações lastreadas em contratos de financiamento de automóveis. Já em 1986, surgiram as operações lastreadas em recebíveis de cartões de crédito. Posteriormente, várias outras operações foram realizadas tendo como lastro outros tipos de ativos, como contratos de locação comercial, contratos de *leasing* de aeronaves, contratos de serviços de educação, entre outros.

As estruturas de securitização são montadas de forma a segregar os riscos associados ao ativo usado como lastro da operação. As notas de *rating*, emitidas por agências de *rating* independentes, asseguram ao investidor a probabilidade de pagamento do fluxo de caixa da operação. Quanto melhor a nota, menor a probabilidade de *default* do fluxo de pagamentos.

3.4.1 Instrumentos mais utilizados para securitização nos EUA

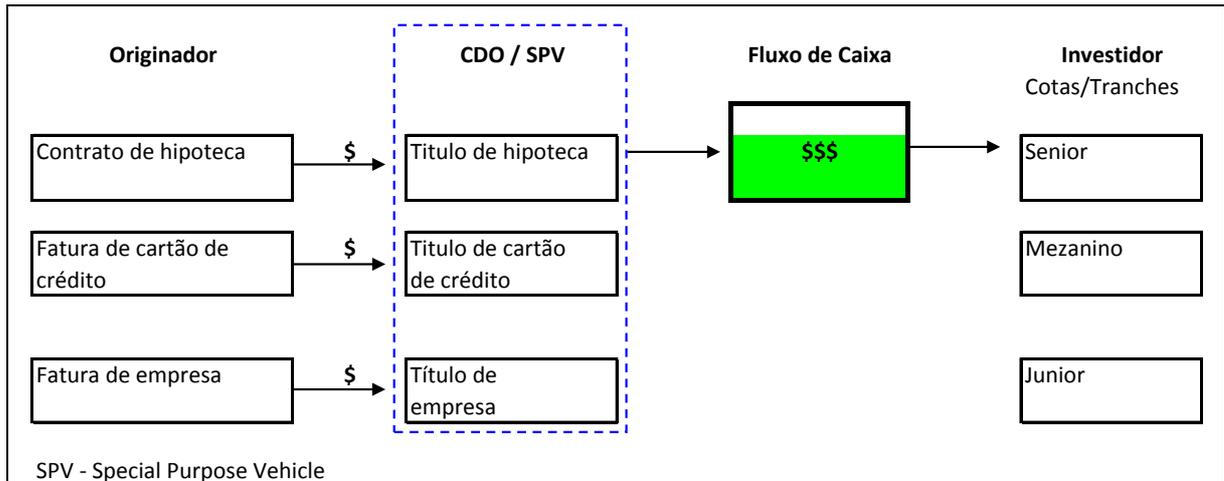
Os instrumentos mais utilizados para securitização nos Estados Unidos são: *Asset Backed Securities* (ABS), títulos lastreados em recebíveis, como contrato de hipoteca residencial, dívida de cartões de crédito, entre outros créditos, que, agrupados em *pool*, são levados para um CDO; e *Collateralized Debt Obligation* (CDO), que é composto por uma carteira de títulos diversificados.

O volume de CDO emitidos nos EUA cresceu de 2000 a 2006, atingindo o seu pico em 2006, com a emissão de US\$ 520 bilhões. Caiu para US\$ 481 bilhões em 2007, e US\$ 61,9 bilhões em 2008, em função da crise dos títulos *subprime* (SANTOS; CALADO, 2011).

A Figura 7, a seguir, apresenta o fluxograma de um CDO. Para a criação de um CDO, é necessário criar uma empresa ou *Special Purpose Vehicle* (SPV), equivalente, no Brasil, às SPE. Nos EUA, as SPV normalmente eram constituídas fora do território americano por questões fiscais, e não eram consolidadas dos balanços dos originadores.

A SPV é criada para adquirir uma carteira de ativos, tais como contrato de financiamento imobiliário, contrato de financiamento de veículo, dívida de cartão de crédito, entre outros. Com os recursos dos investidores, a SPV adquire os títulos para sua carteira e emite outros títulos para os investidores, estes, lastreados nos títulos adquiridos pela SPV.

Figura 7 - Fluxograma de um CDO simplificado.



Fonte: Elaborada pelo autor, com base em Santos e Calado (2011).

De acordo com Santos e Calado (2011), o mercado de CDO nos Estados Unidos, no segundo trimestre de 2008, era de US\$ 15,5 trilhões de dólares, uma referência para o potencial do mercado de securitização e desintermediação financeira.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado de securitização no Brasil é pequeno, porém, apresenta boas perspectivas de crescimento. Como se viu, de 2000 a 2012, as operações de securitização movimentaram R\$ 149,8 bilhões em 1.550 operações de CRI, FIDC e FII, o equivalente a 3,4% do PIB de 2012.

Mas o mercado pode crescer ainda mais e de forma estruturada. E para que isso ocorra, é necessário que o mercado de títulos de dívida (primário e secundário) seja desenvolvido. No Brasil, o mercado de títulos de dívida para empresas sofre concorrência direta com os títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional, para financiar aos gastos públicos e rolar o estoque de dívida pública.

Para que o mercado possa funcionar, de forma a tornar o ambiente adequado para que os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e os títulos emitidos por empresas sejam complementares, entende-se que alguns aspectos do ambiente institucional devem ser considerados. Assim sendo, deve haver: (i) evolução e solidificação do processo de estabilização econômica do país; e (ii) mudanças no ambiente regulatório.

O processo de estabilidade econômica do país conseguido com o Plano Real, em 1994, é importante, pois afeta a economia como um todo, em especial o mercado de capitais, o volume e as condições de emissão de títulos de dívida, e o volume e as condições de operações de securitização, como prazo, taxa e estrutura de garantias.

Com a gestão de uma política macroeconômica de longo prazo com estabilidade nos preços, inflação dentro das metas estabelecidas pelo Banco Central, taxas de juros real baixas, política cambial adequada e estímulo aos investimentos, os instrumentos de securitização podem crescer e continuar a contribuir de forma positiva para o financiamento de empresas, sendo uma alternativa ao mercado de crédito bancário tradicional.

Projetos de infraestrutura, como portos, aeroportos, ferrovias, rodovias, geração de energia, saneamento e logística (desde que tenham recebíveis atuais e/ou futuros que possam servir de lastro para as operações), podem ser financiados por meio do processo de desintermediação financeira, via securitização de ativos.

Mudanças no ambiente regulatório que estimulem o crescimento do mercado de títulos privados são importantes e necessárias para o crescimento das operações

de desintermediação financeira. Medidas que visem a estimular as emissões de títulos estruturados na forma de securitização e que tornem o processo de estruturação e emissão acessível para pequenas e médias empresas são bem-vindas e se apresentam como um caminho para aproximar empresas de investidores em títulos que lhes garantam renda fixa.

A securitização se apresenta como uma alternativa ao financiamento para empresas fora do mercado financeiro tradicional, sendo um processo de desintermediação financeira que aproxima empresas de investidores, sem intermédio do sistema financeiro tradicional.

Com o objetivo de ampliar a base de investidores, a adoção de medidas de popularização dos instrumentos de securitização para o grande público poderia contribuir sobremaneira para o desenvolvimento do mercado (primário e secundário) de títulos securitizados.

A implementação de tributação que estimule a aplicação de recursos de longo prazo seria outro passo importante para promover o crescimento do mercado. Seria importante a adoção de tributação regressiva com estímulo ao alongamento dos prazos dos títulos securitizados, por meio da cobrança de impostos mais altos para investimentos de curto prazo e impostos mais baixos para investimentos de longo prazo.

Acredita-se que essas medidas, adotadas em conjunto, ou separadas, de forma estruturada, dentro de uma agenda de trabalho dos agentes reguladores, como CMN, CVM e BACEN, podem contribuir de forma positiva para o fortalecimento do processo de desintermediação financeira na economia brasileira, criando as condições para que a securitização continue crescendo como alternativa de financiamento para empresas, em um mercado onde os títulos emitidos por empresas ou pelo Tesouro Nacional sejam complementares. Os ganhos serão positivos para os agentes envolvidos, as empresas, o governo federal e os investidores.

Por fim, cumpre esclarecer que a securitização não substitui outras modalidades de capitalização das empresas como capital próprio ou as diversas formas de capitalização com capital de terceiros, mas apresenta-se como uma alternativa ao financiamento com capital de terceiros.

REFERÊNCIAS

- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Homepage**. [S.l.], 2013. Disponível em: <www.anbima.com.br>. Acesso em: 10 jan. 2013.
- BACHA, E.; OLIVEIRA, L. C. (Org.). **Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Homepage**. Brasília, 2013. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 10 jan. 2013.
- BERK, J.; DEMARZO, P. **Finanças empresariais**. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- BRASIL. Secretaria Nacional do Tesouro. **Homepage**. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br>>. Acesso em: 10 jan. 2013.
- BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Cengage Learning, 2011.
- _____; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- CARVALHAL DA SILVA, A. L.; LEAL, R. P. **O mercado de títulos privados de renda fixa**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2008.
- CARVALHO, F. C. Sobre a preferência pela liquidez dos bancos. In: PAULA, L. F.; OREIRO, J. L. (Org.). **Sistema financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2007.
- _____. et al. **Economia monetária e financeira**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2007.
- CETIP. **Homepage**. [S.l.], 2013. Disponível em: <www.cetip.com.br>. Acesso em: 10 jan. 2013.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas**. Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Makron Books, 2000.
- _____; WESTON, J. F. **Financial theory and corporate policy**. Nova Iorque: Pearson Education, 2003.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Homepage**. [S.l.], 2013. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 10 jan. 2013.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- _____. Estimating equity risk parameters. **Working Papers Series**, v. 13423, 1999.

FABOSSI, F. J. **Introduction to securitization**. Nova Iorque: John Wiley & Sons, 2008.

FAMA, E. F. Risk, return and equilibrium: some clarifying comments. **The Journal of Finance**, v. 23, n. 1, p. 29-40, 1968.

_____; FRENCH, K. The cross-section of expected stock returns. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 2, p. 427-466, jun. 1992.

FAMÁ, R.; GRAVA, W. J. Teoria da estrutura de capital: as discussões persistem. **Caderno de Pesquisa em Administração**, São Paulo, v.1, n.11, 1º trim. 2000.

_____; MELHER, S. Estrutura de capital na América Latina: existiria uma correlação com o lucro das empresas? In: SEMEAD, 4., 1999, São Paulo. **Anais...** São Paulo, out. 1999.

FERREIRA, C. K. L.; ROBOTTON, M. F.; DUPITA, A. B. Política monetária e alongamento da dívida pública: uma proposta de discussão. **Texto para Discussão**, São Paulo, n. 9, 2004.

FILGUEIRAS, Luiz. **Neoliberalismo e crise na América Latina: o caso de Brasil**. Buenos Aires: Clasco, 2003.

FRANCESCHINI, A. C. T. Uma proposta para a determinação do custo de capital do Banespa. In: SEMEAD, 4., 1999, São Paulo. **Anais...** São Paulo, out. 1999.

GITMAN, L. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

HERMANN, J. Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. (Org.). **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. Rio de Janeiro: Manole, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Homepage**. Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <www.ibge.gov.br>. Acesso em: 10 jan. 2013.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2011.

KOTHARI, V. **Securitization: the financial instrument of the future**. Nova Iorque: Wiley Finance, 2006.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Metodologia científica**. São Paulo: Atlas, 2004.

LEON, T. K.; FISCHMAN, M. J. **A primer on securitization**. Nova Iorque: MIT Press, 2000.

LOUREIRO, M. Mudança nas regras do compulsório tira as *leasings* de cena no mercado de debêntures. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, p. 110-13, maio 2008.

- LUXO, J. C. A. **Os impactos da securitização de ativos nos indicadores financeiros e no beta das empresas**. 2007. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- MARION, J. C. **Contabilidade empresarial**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- MILLER, D.; FRIESEN, P. H. A longitudinal study of the corporate life cycle. **Management Science**, v. 30, n. 10, p. 1161-1183, out. 1984.
- MODENESI, A. Convenção e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB - 2000-2007. **Texto para Discussão**, Brasília, n. 1.351, 2008.
- PAULA, L. F. Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não-convencional. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 53, n. 3, p. 323-356, 1999.
- _____; FARIAS JR., J. A. Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 1, jan./abr. 2012.
- PINHEIRO, F. A. P. **Securitização de recebíveis uma análise dos riscos inerentes**. 2008. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.
- RIBEIRO, L. L. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.
- RODRIGUES, A.; FERREIRA DE SOUSA, A. Custo do capital próprio em empresas com autofinanciamento positivo. In: In: SEMEAD, 4., 1999, São Paulo. **Anais...** São Paulo, out. 1999.
- ROSS, S. A. The Capital Asset Pricing Model (CAPM), short-sale restrictions and related issues. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 1, p. 177-183, mar.1977.
- _____; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 1995.
- SANDRONI, Paulo. **Dicionário de administração e finanças**. São Paulo: Best Seller, 2005.
- SANTOS, C. G.; CALADO, L. **Securitização: novos rumos do mercado financeiro**, São Paulo: Saint Paul, 2011.
- SECURATO, José Roberto. **Decisões financeiras em condições de risco**. São Paulo: Atlas, 1996.
- SISTEMA NACIONAL DE DEBÊNTURES. **Homepage**. [S.I.], 2013. Disponível em: <www.debentures.com.br>. Acesso em: 10 jan. 2013.

TAVEIRA, V. M. **Finanças estruturadas e seus efeitos em economias com baixo acesso ao capital de terceiros**. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2006.

TOMAZONI, T.; MENEZES, E. A. Estimativa do custo de capital de empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto). **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 4, p. 38-48, out./dez. 2002.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

ANEXO A - Relatório de *rating* emitido pela agência Austin Rating para securitização da Uni Cidade SP Trust de Recebíveis S.A.



Rating
BBB+

Baixo Risco de Crédito

UNI Cidade SP Trust de Recebíveis S.A.

Contato: Sr. Marcelo Naddeo Lopes da Cruz – Dir. Rel. com Investidores
mnaddeo@cidade.sp.edu.br
Tel.: 11 2178-1446

Relatório Completo

Finalizado em 07/dez/2005

Validade: 07/dez/2006

Análise de Risco de Emissão de Debêntures

Comitê de Crédito e Risco

Erivelto Rodrigues
Presidente

Jorge U. S. Alves
Luis Miguel Santacreu
Mauricio Bassi
Pablo Mantovani
Rodrigo Indiani
Tadeu Marcelo Resca

Analista Responsável

Rodrigo S. Indiani
Tel.: 55 11 3709-1503
rodrigo@austin.com.br

Editoração

Roberta Fabricio
roberta@austin.com.br

Departamento Comercial

Décio Baptista dos Santos
decio@austin.com.br

Sandra Andrade
sandra@austin.com.br

AUSTIN RATING

Rua Leopoldo Couto Magalhães
Júnior, 110- cj. 73 - Itaim Bibi
São Paulo - SP
CEP 04542-000
Tel.: 11 3709-1500
Fax: 11 3168-1083
www.austin.com.br

A EMISSÃO E A CLASSIFICAÇÃO OBTIDA

O Comitê de Risco da Austin Rating, em reunião do dia 02 de dezembro de 2005, atribuiu o Rating **BBB+** para a emissão de debêntures da UNI CIDADE SP Trust de Recebíveis S.A., lastreada no fluxo futuro de recebíveis securitizados da Sociedade Educacional Cidade de São Paulo S/C Ltda – SECID.

Constituída em 1971 com a denominação de Associação de Ensino Superior Paulistana, com caráter de sociedade civil sem fins lucrativos, transformou-se, em 1º de janeiro de 1998, em sociedade civil limitada e a razão social foi alterada para SECID – Sociedade Educacional Cidade de São Paulo S/C Ltda. A SECID tem por objeto social a prestação de serviços educacionais, culturais e científicos, nos seus vários graus, notadamente o superior, que representa a atividade mantenedora da Universidade Cidade de São Paulo – UNICID e que responde pela maior parcela da receita líquida. Como é da legislação brasileira, a Universidade Cidade de São Paulo é a entidade mantida e, por esta razão, as transações financeiras relacionadas com receitas e despesas são operadas no ambiente da SECID. Assim, os recebíveis da SECID que são objeto desta securitização, são aqueles vinculados com os serviços educacionais, que ocorrem no ambiente da entidade mantida.

A UNICID é uma instituição de ensino que abriga uma grande diversidade de cursos, incluindo graduação, pós-graduação e cursos técnicos, a qual foi criada, em 1972, como Faculdades da Zona Leste de São Paulo - FZL, oferecendo cursos de graduação de Administração e Ciências Contábeis, Estudos Sociais, Letras e Pedagogia.

Em 1990, a FZL deu início ao processo de transformação em Universidade, título que foi reconhecido pelo Ministério da Educação em 1992, quando então passou a se chamar Universidade Cidade de São Paulo. Ao longo dos anos, a unidade de ensino que se localiza na zona leste da capital foi ampliada e atualmente possui uma área de 21 mil metros quadrados, sendo 43 mil metros quadrados de área construída, oferecendo cursos de graduação nas áreas da Saúde, Humanas, Exatas e o Programa de Formação de Professores reconhecidos pelo MEC, cursos superiores de tecnologia, 3 programas de mestrado recomendados pelo CAPES, cursos de especialização e diversos cursos de extensão. Em 2004, entrou em funcionamento o curso de Medicina, cujo projeto pedagógico prioriza a aprendizagem baseada em problemas e no ensino orientado para a comunidade. No segundo semestre de 2005, iniciará o primeiro programa de Mestrado em Fisioterapia oferecido na Grande São Paulo.

CARACTERÍSTICAS DA EMISSÃO DE DEBÊNTURES

Emissora:	UNI CIDADE SP TRUST DE RECEBÍVEIS S.A;
Originador:	SECID – Sociedade Educacional Cidade de São Paulo Ltda. como mantenedora da Universidade Cidade de São Paulo;
Agente Fiduciário:	SLW Corretora de Valores e Câmbio Ltda;
Coordenador:	Unitas DTVM S/A;
Auditor Externo:	Claudio Bianchessi Consultoria & Auditoria.

A emissão para distribuição pública corresponde a 100 títulos, no valor de face de R\$ 400 mil cada, perfazendo o montante de R\$ 40 milhões. A emissão das Debêntures será realizada em série única. As Debêntures serão de forma escritural, não conversíveis em ações da espécie subordinada, sendo a titularidade das Debêntures comprovada mediante o registro ou extrato de conta emitido pela Instituição depositária em nome do debenturista. Os demais parâmetros da emissão dos títulos são os seguintes:

- pagam juros à taxa mensal de 0,7207%, equivalente a 9% ano;
- têm valor de face ajustado, segundo a variação do IGP-M, ajuste que é aplicado a cada ciclo de 12 meses, atendendo ao preceito legal que assim rege;
- A EMISSORA promoverá a amortização integral das Debêntures da presente Emissão, em 7 parcelas anuais e sucessivas, cujos pagamentos ocorrerão nas datas abaixo:

24 meses após a emissão	1ª	10,00%
36 meses após a emissão	2ª	10,00%
48 meses após a emissão	3ª	10,00%
60 meses após a emissão	4ª	15,00%
72 meses após a emissão	5ª	15,00%
84 meses após a emissão	6ª	20,00%
96 meses após a emissão	7ª	20,00%

O valor de cada uma das parcelas de amortização corresponderá à aplicação do respectivo percentual, conforme definido anteriormente, sobre 100% do valor nominal atualizado de cada Debênture, de acordo com o item 5.3.1 da Escritura.

O fluxo de recebíveis destinado ao pagamento das debêntures é constituído pelas mensalidades dos alunos matriculados nos cursos oferecidos pela Universidade Cidade de São Paulo, incluindo graduação, pós-graduação e cursos técnicos. As mensalidades que são pagas ao longo de cada semestre são cedidas antecipadamente para a UNI CIDADE-SP - TRUST DE RECEBÍVEIS S.A., Sociedade de Propósito Específico (SPE).

Dessa forma, a securitização dos fluxos futuros, consiste na cessão, do ambiente da originadora, a SECID, para um ambiente de risco limitado, a SPE, dos direitos creditórios resultantes da cobrança dos serviços prestados aos alunos da Universidade.

Outras eventuais fontes de receita, diretas ou de organizações coligadas não são consideradas nesta estruturação. Esse ambiente de risco limitado denominado UNI CIDADE SP – TRUST DE RECEBÍVEIS S/A foi criado para segregar os recursos securitizados dos demais ativos da emissora. Em 2004, o ciclo acadêmico ficou mais curto com a alteração de anual para semestral.

A emissão em análise, por meio de contrato de prestação de serviços bancários e reserva de meios de pagamento, considera a obrigação de se fazer Contas de Reserva em banco contratado, onde serão depositados os recursos provenientes das mensalidades dos alunos da UNICID os quais, serão prioritariamente utilizados para pagamento das obrigações de juros e amortização das debêntures. A SECID cederá a totalidade dos direitos creditórios de sua titularidade para a conta reserva no Banco Trustee, onde será recebido o pagamento das mensalidades.

A partir do 1º dia útil de cada mês, contado da data de subscrição das Debêntures Públicas, todos os valores decorrentes do recebimento dos Direitos Creditórios serão diários e obrigatoriamente transferidos da Conta Cobrança para a Conta Reserva de Juros, até que os valores ali depositados sejam equivalentes ao valor do pagamento de 2 meses de juros.

No 6º dia útil de cada mês subsequente ao de referência, a contar do mês em que ocorrer a 1ª subscrição das Debêntures Públicas, a Uni Cidade SP fará o pagamento dos juros devidos aos debenturistas, de acordo com a Escritura de Debêntures Públicas, utilizando-se dos recursos depositados na Conta Reserva de Juros, e caso não o faça, o Agente Fiduciário instruirá o Banco, por escrito, sobre o destino a ser dado ao saldo existente na Conta Reserva de Juros, ficando o Banco completamente isento de responsabilidade uma vez executada a instrução recebida. Caso o saldo da Conta Reserva de Juros não seja suficiente para cobrir os valores devidos, o Banco fica autorizado desde já, a transferir a totalidade dos saldos existentes na Conta Principal Uni Cidade SP para a referida Conta Reserva de Juros, até o montante dos valores em atraso, informado pelo Agente Fiduciário através de correspondência subscrita por pessoa que possua poderes para tanto, ou até a totalidade do saldo existente na Conta Principal Uni Cidade SP.

Mensalmente, a partir do 13º mês, inclusive, contados da Data de Emissão das Debêntures Públicas, e, imediatamente após ser completada a formação do adequado saldo da Conta de Reserva de Juros, anteriormente citada, iniciar-se-á a constituição da Conta de Reserva de Amortização, a qual será constituída mediante a transferência, pelo Banco e a pedido do agente fiduciário, diária e obrigatória de todos os demais valores decorrentes do recebimento dos Direitos Creditórios adquiridos pela Uni Cidade SP, até que o somatório destas transferências realizadas no mês seja equivalente a 1/12 do valor previsto para o pagamento da próxima parcela de amortização das Debêntures Pública.

No 1º dia útil do mês de outubro dos anos de 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 e 2013, a Uni Cidade SP fará o pagamento das respectivas parcelas de amortização, utilizando-se dos recursos depositados na Conta Reserva de Amortização. Caso a Uni Cidade SP não realize o pagamento de qualquer das parcelas de amortização, o Agente Fiduciário instruirá o Banco, por escrito, sobre o destino a ser dado ao saldo existente na Conta Reserva Amortização, ficando o Banco completamente isento de responsabilidade uma vez executada a instrução recebida. Caso o saldo da Conta Reserva de Amortização não seja suficiente para cobrir os valores devidos, o Banco fica autorizado, desde já, a transferir a totalidade dos saldos existentes na Conta Principal da Uni Cidade SP para a Conta Reserva de Amortização, até que os valores em atraso sejam liquidados, respeitada a prioridade da transferência para a Conta de Reserva de Juros.

À medida que a Conta Reserva de Juros e a Conta Reserva de Amortização possuam saldos suficientes para o pagamento de juros e amortização das Debêntures Públicas, respectivamente, o remanescente do saldo deverá ser transferido para a Conta Principal da Uni Cidade SP ou para a Conta Principal da Secid, conforme o caso.

A constituição e a manutenção da Conta Reserva de Juros e de Amortização serão supervisionadas pelo Agente Fiduciário, por meio de recebimento de extratos bancários comprobatórios da formação e manutenção das reservas junto ao Banco Santander Brasil S.A., ou junto à outra instituição financeira indicada pelo Agente Fiduciário, sendo que nenhum saque poderá ser feito nessas contas sem expressa concordância do Agente Fiduciário, salvo para os pagamentos de juros e parcelas de amortização das Debêntures desta emissão, bem como para o pagamento de tributos que eventualmente recaiam sobre os saldos ou movimentações das mesmas contas. Os saldos existentes nas referidas contas de reserva deverão ser investidos em títulos públicos ou em outras modalidades de aplicações financeiras de renda - fixa, desde que esses investimentos assegurem no mínimo a manutenção do capital inicialmente investido.

O SETOR E O POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO

O cenário do setor, caracterizado pelo aumento da rivalidade e concorrência, notadamente na região metropolitana de São Paulo, provocou a redução do número de alunos assistidos pela Universidade Cidade de São Paulo e colaborou para que decisões fossem tomadas no sentido de retomar o seu espaço. Nos últimos anos observou-se, no setor de ensino superior, a formação de um número reduzido de instituições, que vêm se tornando "gigantes" (com mais de 30 mil alunos) e que denotam estar dispostas a continuar ampliando sua base de clientes (alunos), adquirindo instituições menores e prospectando alunos através de uma política agressiva, mediante um forte apelo da variável preço juntamente com investimentos vigorosos em propaganda.

Para continuar inserida e sendo competitiva, lançou mão de um amplo projeto de reestruturação que visa resultados de médio e longo prazos, com medidas que constituíram na revisão da estratégia, do posicionamento de mercado, envolvendo redução do quadro de pessoal em áreas acadêmicas e administrativas, racionalização da base tecnológica, revisão do conteúdo programático de cursos, investimentos em infra-estrutura, tais como: laboratórios da área de saúde para atender o curso de medicina inaugurado em 2004, reforma dos laboratórios de odontologia, aquisição de equipamentos e outras reformas menores que não se repetirão com a mesma intensidade nos próximos exercícios. A finalidade do conjunto dessas medidas é buscar vantagens competitivas sustentáveis de longo prazo e o retorno à rentabilidade.

Com tal reestruturação, a universidade gastou aproximadamente R\$ 8 milhões no ano de 2004, entre demissões e indenizações, contratação de consultorias especializadas para assessorá-la e nos investimentos em infra-estrutura. Com uma gestão do capital humano orientada para a redução dos custos fixos, a universidade passou a dedicar maior atenção para a proporção entre o número de colaboradores e o número de alunos – "clientes". A evolução foi a seguinte:

Estrutura de Capital Humano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Base de alunos	9.759	11.240	12.280	13.370	14.360	15.230	16.020	16.750
Base de professores	512	563	598	636	669	699	726	751
Relação aluno/professor	19,06	19,96	20,54	21,02	21,46	21,79	22,07	22,30
Base de funcionários da administração	295	317	333	350	365	378	390	401
Relação aluno/funcionário	33,08	35,46	36,88	38,20	39,34	40,29	41,08	41,77

Em função disso e dos investimentos realizados no campus da zona leste, principalmente na estrutura necessária para os cursos de medicina, odontologia e fisioterapia, o desempenho financeiro da instituição, nesse exercício, foi prejudicado por despesas não recorrentes, com impacto no resultado operacional. Os R\$ 40 milhões da emissão serão utilizados da seguinte forma:

- Liquidação de passivos de curto e médio prazo
- Empréstimos bancários de curto prazo: R\$ 17.500
- Amortização de dívida em US\$ 2 MM: R\$ 5.000 (total da dívida em US\$ 6 MM)
- Reserva para contingências: R\$ 6.080
- Programa de Investimentos
- Investimento no colégio XII de Outubro: R\$ 1.500
- Expansão da operação (aquisição): R\$ 5.000
- Reforço de caixa (gastos com mkt): R\$ 3.464

PROJEÇÕES E FUNDAMENTOS DA NOTA

O crescimento da base de alunos projetada para a Universidade Cidade de São Paulo leva em conta três unidades operacionais:

- Crescimento orgânico do campus atual, cuja meta de ocupação é de aproximadamente 19.000 alunos, divididos em dois turnos, sendo 9.500 alunos na parte da manhã e 9.500 alunos no período noturno. Em fevereiro de 2006 possuía 9.759 alunos, divididos em cursos noturnos e matutinos.
- Utilização das instalações do Colégio Doze de Outubro (pertencente aos controladores), para cursos noturnos de pós-graduação *lato sensu*, cuja meta de ocupação, no horizonte de 8 anos, é de 85% das 1.500 vagas disponíveis, partindo a operação em 2006 com a ocupação de 40% das vagas disponíveis; e
- A expansão da base operacional para um terceiro campus, com cursos de graduação e pós-graduação *lato sensu*, cuja meta de ocupação, no horizonte de 8 anos, é de 85% das 2 mil vagas na expansão, partindo a operação em 2007 com a ocupação de 60% das vagas disponíveis.

Além do incremento proporcionado pela realização de cursos noturnos nas instalações do Colégio Doze de Outubro e pela aquisição de uma Instituição de Ensino Superior, na opinião da Austin Rating, a reversão do desempenho da UNICID e as metas estabelecidas no estudo apresentado são viáveis de se atingir em função do valor conquistado pelo próprio negócio ao longo dos anos – marca UNICID, e pelo redirecionamento estratégico envolvendo a reformulação do plano de marketing para a Universidade, que passou a enfatizar os pontos fortes da instituição, criando diferenciais competitivos em relação à concorrência, independentemente do incremento proporcionado pelas novas unidades.

O êxito das ações de marketing pode ser verificado no crescimento do número de alunos no campus da zona leste obtido em 2005 e 2006, que, também na opinião da Austin Rating, possui alta correlação com a nova estratégia mercadológica, principal ferramenta de captura de alunos.

Em fevereiro de 2005, possuía 7.892 alunos. Após o início das aulas e abertura do processo seletivo ao longo do ano, o número de alunos cresceu para 8.264. Para 2006, a Universidade iniciou o ano (janeiro de 2006) com 8.359 alunos crescendo para 9.759 em fevereiro, já descontado os formandos de dezembro de 2005.

A tabela a seguir demonstra a expectativa do crescimento do número de alunos. Os números projetados representam uma média, visto que existem variações de quantidade dentro de cada ano

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Unidade zona leste	9.159	9.380	10.270	11.210	12.040	12.770	13.440	14.060
Unidade zona sul – cursos noturnos	600	660	740	820	910	980	1.050	1.110
Expansão da operação	-	1.200	1.270	1.340	1.410	1.480	1.530	1.580
Total SECID	9.759	11.240	12.280	13.370	14.360	15.230	16.020	16.750

Crescimento	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Na unidade zona leste	-	221	890	940	830	730	670	620
Crescimento(%)	-	2,4%	9,5%	9,2%	7,4%	6,1%	5,2%	4,6%
Na unidade zona sul Colégio Doze de Outubro	-	60	80	80	90	70	70	60
Crescimento(%)	-	10,0%	12,1%	10,8%	11,0%	7,7%	7,1%	5,7%
Expansão da operação	-	-	70	70	70	70	50	50
Crescimento (%)	-	-	5,8%	5,5%	5,2%	5,0%	3,4%	3,3%
Crescimento total da base	-	1.481	1.040	1.090	990	870	790	730
(%)	-	15,2%	9,3%	8,9%	7,4%	6,1%	5,2%	4,6%
Ocupação da capacidade operacional	47,6%	50,0%	54,6%	59,4%	63,8%	67,7%	71,2%	74,4%

R\$ Mil	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Receita de serviços	64.184	74.294	81.574	89.258	96.347	102.695	108.563	114.077
encargos	(4.145)	(4.766)	(5.246)	(5.749)	(6.196)	(6.614)	(6.983)	(7.368)
Entradas de caixa operacionais	60.039	69.528	76.328	83.509	90.151	96.081	101.580	106.709
Saídas de caixa operacionais	(32.642)	(36.166)	(38.607)	(41.243)	(43.562)	(45.662)	(47.563)	(49.329)
Geração de caixa operacional	27.397	33.362	37.721	42.266	46.589	50.419	54.017	57.380
Saídas de caixa não operacional	(17.294)	(20.121)	(22.055)	(23.998)	(25.472)	(27.112)	(28.314)	(30.219)
Reservas para atualização funcional	403	467	512	561	605	645	682	717
Financiamento de médio prazo	-	1.213	1.213	1.213	1.213	1.213	1.213	1.213
Geração de caixa livre	10.103	13.241	15.666	18.268	21.117	23.307	25.703	27.161

Afora as variáveis quantitativas, espera-se que o redirecionamento estratégico traga como benefícios a ampliação das fontes de receita e do raio de atuação da SECID, tanto no âmbito geográfico, como pelo *portfólio* mais diversificado de cursos e sistemas de controle mais sofisticados que permitam à administração visualizar individualmente, a margem de contribuição de cada curso, agilizando a tomada de ações corretivas e direcionando esforços para os cursos que julga serem mais promissores.

A emissão de debêntures é a parte financeira que integra o projeto, cujo objetivo é equacionar o compasso financeiro da Universidade às necessidades de capital do projeto, que já cumpriu diversas etapas, com alterações na estrutura interna envolvendo praticamente todos os níveis hierárquicos da organização, tanto em áreas acadêmicas como administrativas.

O Comitê da Austin Rating monitorará o êxito obtido com as mudanças descritas anteriormente, principalmente no que se refere ao cumprimento da projeção do crescimento do número de alunos, com especial atenção para o ano de 2006 e 2007, quando poderemos visualizar o êxito das medidas de redução de custos e de ampliação do número de alunos, visto que está planejada para o biênio 2006/2007 a ampliação das fontes de receita com abertura de duas unidades em localidades diferentes da zona sul de São Paulo, uma entrando em funcionamento em 2006 e a outra em 2007.

Em termos de inadimplência, a Universidade Cidade de São Paulo apropriada para perda, as mensalidades vencidas e não recuperadas a mais de 360 dias. Nos últimos 3 balanços, seguindo o critério conservador recomendado pela KPMG, as perdas têm representado 12% da receita operacional bruta. A Universidade vem trabalhando ações com o objetivo de minimizar as perdas com inadimplência. As principais medidas foram a transformação do curso de anual para semestral e a mudança nos procedimentos de cobrança com a contratação de um escritório especializado, que terá uma postura de cobrança mais ativa, contatando o aluno inadimplente 24 horas após o vencimento do boleto, dando início ao processo de negociação/cobrança, visando recuperar o crédito.

A classificação atribuída reflete a probabilidade de que a Emissora seja capaz de efetuar os pagamentos de juros e principal nas taxas, volumes e datas indicadas na escritura das debêntures, fundamentando na geração de recursos livres em torno de duas vezes o compromisso com as debêntures para os anos de 2006 e 2007, o que se traduz num índice de cobertura compatível com a nota atribuída. A expectativa é de que haja um incremento da geração de caixa livre com o aumento de escala operacional, dada a aquisição de outra Instituição de Ensino que está planejada. Se os esforços para corrigir certas deficiências se concretizarem, gerando um efeito positivo sobre a geração de fluxo de caixa futura e sobre sua capacidade de pagamento, a perspectiva do *rating* poderá ser alterada para positiva. Por outro lado, caso o fluxo projetado não se realize de forma satisfatória, demonstrando uma tendência de redução da margem de cobertura, a perspectiva poderá ser alterada para negativa.

A posição de liquidez da UNICID é confortável, favorecida pelo alongamento do passivo oneroso e pela eliminação da exposição à dívida em moeda estrangeira, liquidada através dos recursos captados com a presente emissão de debêntures. Também foi analisado o setor no qual a Universidade Cidade de São Paulo atua, o posicionamento da

UNICID, sua reputação e sua competitividade, onde concluímos como acertada a estratégia de reposicionamento de mercado e de ganho de escala através da compra de Instituição de Ensino. No entanto, o setor vem se mostrando bastante dinâmico e se encontra em mutação, onde necessitaremos da realização de um histórico mais longo para avaliarmos o grau de êxito obtido, a partir do conjunto de mudanças que foram implementadas com o programa de reestruturação, incluindo a aquisição e instalação de unidades na zona sul de São Paulo. A Emissora tem como desafio reverter o decréscimo no número de alunos no campus da zona leste e promover um crescimento sustentado no médio e longo prazos, com vistas a consolidar sua posição no setor de ensino.

O *Rating* fundamenta-se, essencialmente, nas adequadas margens de cobertura projetadas para o período de amortização das debêntures, com base na lucratividade obtida a partir de suas operações. A projeção realizada pela Austin Rating determina margens de cobertura adequadas para as obrigações financeiras das debêntures, quando comparadas com os volumes de recebíveis que serão securitizados.

➤ FATORES POSITIVOS

- Segregação do fluxo de recebíveis, com a transferência antecipada destes para a empresa SPE - UNI CIDADE SP TRUST DE RECEBÍVEIS;
- Financiamento para reforço de empreendimento maduro;
- Segundo dados de consultoria especializada no setor de atuação da UNICID, o número de alunos que se formam no segundo grau, e que teoricamente se constituem nos potenciais clientes, deverá crescer numa média de 10% até 2008;
- Ganho de escala a partir da expansão geográfica e ampliação do portfólio de cursos com abertura de nova unidade focada em cursos de pós-graduação e aquisição de Instituição de Ensino Superior. Com tais ações, a UNICID terá uma atuação mais abrangente, tornando-a menos concentrada na região leste, de onde é oriunda;
- Equilíbrio do seu passivo financeiro, com a liquidação do endividamento de curto e médio prazos, ficando daqui pra frente, a maior parte, registrada no longo prazo;
- A emissão contará com a formação de um fundo de reserva, para pagamento das amortizações das debêntures, o qual vai sendo formado a partir de depósitos mensais, arrecadados proporcionalmente ao valor que deverá ser pago após 12 meses;
- A UNICID tomou algumas ações visando melhorar o índice de inadimplência com a transformação do curso anual em semestral (o que não é recebido após 30 dias do vencimento passou a ser recuperado num período mais curto, visto que para o aluno ingressar no semestre seguinte é necessário regularizar os débitos do ciclo cursado, que passou de anual para semestral). Além disso, o processo de cobrança foi reformulado e passou a ter um caráter mais ativo na recuperação dos inadimplentes;
- Maior eficiência de custos, obtida com a racionalização da estrutura acadêmica e administrativa, com ganhos de sinergia que representam aproximadamente 30% dos gastos;
- Projeção de crescimento inclui novos campi localizados na zona sul de São Paulo, diminuindo a concentração geográfica na zona leste de São Paulo.

➤ FATORES EM OBSERVAÇÃO

- A Universidade não cresceu calcada num planejamento institucional de longo prazo, culminando com o lançamento de novos cursos e contratação de professores, cuja demanda não se configurou ao esperado, elevando seus custos fixos. Em 2003 e 2004 observou-se uma redução do número de alunos na Universidade e, conseqüentemente, da sua participação de mercado;
- De 2003 para 2004 houve redução substancial de alunos influenciada pelos seguintes fatores: (a) número de formandos; (b) o número de alunos de 2003 incluía alunos nos cursos de especialização (terceirizada até 2004), nos demais anos, os alunos deste tipo de curso não foram considerados na estatística; (c) aumento da concorrência, com abertura de Instituições de Ensino Superior na região de influência da UNICID;

- Aumento de concorrência. Nos dez anos compreendidos entre 1995 e 2005 houve uma proliferação de novas instituições oferecendo cursos superiores, seguindo-se por uma busca de se diferenciar no atributo preço e, conseqüentemente, havendo pressão por ganhos de escala operacionais via aumento da base de alunos;
- Variação no preço das mensalidades, com possibilidade de reajuste abaixo da inflação ou abaixo do aumento projetado para os custos operacionais.

**ANEXO B - Relatório de *rating* emitido pela agência LF Rating para
securitização da Uni Cidade SP Trust de Recebíveis S.A.**

