

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS E RECEBÍVEIS:
REVOLUCIONANDO O SISTEMA FINANCEIRO

Henara Natacha Garcia Matache
Matrícula: 0114463-1

Orientador: Gustavo Franco

Dezembro de 2004

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS E RECEBÍVEIS:
REVOLUCIONANDO O SISTEMA FINANCEIRO

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

Henara Natacha Garcia Matache
Matrícula: 0114463-1

Orientador: Gustavo Franco

Dezembro de 2004

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

AGRADECIMENTO

Dedico primeiramente esta monografia aos meus pais Alexandre e Mary Luz, sem os quais teria sido impossível concluir não apenas este trabalho como também o curso de Economia. A eles, que me deram a oportunidade de chegar aonde cheguei e que estiveram e certamente sempre estarão ao meu lado me apoiando, todo o meu carinho e gratidão.

Ensinar é uma arte. Agradeço ao meu orientador Gustavo Franco por ter acreditado no meu potencial e ter compartilhado seu conhecimento e excelentes idéias comigo ao longo deste trabalho.

A escolha do tema de um trabalho não é fácil. Meu agradecimento especial ao meu amigo e colega de trabalho Francisco Grelo, pela idéia sugerida que deu origem a esta monografia e pelo seu auxílio no decorrer deste processo.

Aos professores do Departamento de Economia da PUC, que muito contribuíram com a minha formação acadêmica nesses quatro anos de curso.

Aos meus amigos, que foram fonte de encorajamento à medida que minha monografia ia progredindo.

A todos aqueles que torcem pelo meu sucesso, muito obrigada.

Henara N. G. Matache

ÍNDICE

Introdução	6
1. Histórico	9
1.1 Securitização no Brasil	12
1.2 Panorama Geral do Mercado de Capitais no Brasil	14
2. Agentes centrais da securitização	17
2.1 Entidades Emissoras	17
2.1.1 Sociedades de Propósito Específico	17
2.1.2 Companhias Securitizadoras	17
2.1.3 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios	19
2.2 Agências Classificadoras de Risco de Crédito	27
2.2.1 Avaliação de Risco	27
2.2.2 Critérios adotados pelas agências classificadoras	28
2.2.2.1 Qualidade de crédito	28
2.2.2.2 Estrutura do fluxo de caixa	29
2.2.2.3 Solidez jurídica	30
2.3 Originadores	34
2.3.1 A posição do originador: vantagens e desvantagens	34
2.3.2 Consolidação substantiva	37
2.4 Investidores	38
2.4.1 Participação no processo visão do presente e do futuro	38
2.4.2 Alocação de investimentos atualmente no Brasil	41
3. Securitização de recebíveis imobiliários	44
3.1 Características da carteira de recebíveis	44
3.2 Securitização Imobiliária no Brasil	47
3.3 Perspectivas	50
3.4 Legislação	51
3.5 Alienação Fiduciária	52
Conclusão	54
Bibliografia	57

Fluxogramas

Fluxograma I – Estrutura típica de um FIDC	21
Fluxograma II – Estrutura de uma securitização de ativos existentes por meio de FIDC	33
Fluxograma III – Estrutura de uma securitização de fluxo futuro por meio de FIDC	33

Gráficos

Gráfico I – Evolução dos FIDCs	24
Gráfico II – Perfil dos recebíveis	24
Gráfico III – Crescimento da composição dos ativos	25
Gráfico IV – Perfil dos originadores de FIDCs	26

Tabelas

Tabela I – Mercado de capitais – Emissão primária de títulos	41
Tabela II – Aplicações financeiras	41

Anexos

Anexo I – Instrução CVM 356	59
Anexo II – Instrução CVM 393	70
Anexo III – Lei 9514/97	74

INTRODUÇÃO

“Securitização é a substituição de intermediários financeiros menos eficientes e de alto custo por um mercado de capitais mais eficiente no financiamento de instrumentos de dívida”. – John Reed¹

A securitização pode ser vista como uma mudança no modelo clássico de intermediação financeira para um novo modelo, onde os investidores do mercado de capital passam a desempenhar um importante papel no mercado de crédito.

Através desse novo processo um grupo homogêneo de ativos é empacotado e convertido em títulos mobiliários, ou seja, que poderão ser negociados. Desta forma, ativos individuais antes ilíquidos são transformados em títulos mobiliários líquidos. Tais títulos representam um comprometimento de pagamento futuro, de principal e juros, a partir de um fluxo de caixa proveniente de um grupo de ativos selecionados.

Ativos são criados quando uma instituição financeira concede um empréstimo para um cliente, como um financiamento para compra de uma casa, por exemplo. A parte que concede o empréstimo é chamada Originador e a parte que o recebe é chamada tomador. O Originador seleciona um grupo de ativos para securitizar. Para isso, é necessário que tais ativos sejam semelhantes.

Os ativos selecionados são transferidos para uma Entidade Emissora, que deve ser escolhida de acordo com os aspectos estruturais e com os objetivos específicos da operação.

Assim, os ativos serão vendidos para tal Entidade Emissora. O Originador, deve por sua vez, garantir que a venda seja definitiva (*true sale*).

A Entidade Emissora irá, então, emitir títulos para financiar a compra dos ativos do Originador. Deve estar claro que a performance dos títulos estará atrelada à performance dos ativos e não ao desempenho e situação financeira do Originador.

Resumindo, o processo de securitização engloba os seguintes passos: criação de ativos, seleção de ativos, seleção do tipo de Entidade Emissora, venda dos ativos à Entidade Emissora, estruturação dos títulos, classificação do crédito, emissão dos títulos, administração dos ativos, remuneração dos títulos e vencimento.

¹ John reed – Chairman do New York Stock Exchange e Ex-Chairman e CEO do Citigroup

A securitização de ativos financeiros possibilita a criação de liquidez, pois agora um grande grupo de investidores irá investir no grupo de ativos do originador em vez de apenas uma instituição financeira. Com os instrumentos financeiros disponibilizados, líquidos e negociáveis, a diferentes níveis de risco, cria-se liquidez.

Além da criação de liquidez, outros benefícios surgem através da securitização. Os riscos associados a um grupo de ativos do originador, por exemplo, são transferidos para terceiros uma vez que é realizado o processo de isolamento de ativos. Tal segregação consiste na remoção destes ativos do balanço do originador, tornando-os imunes do risco de crédito e do risco de falência do mesmo.

Destacam-se quatro inovações financeiras que viabilizam a transformação dos ativos financeiros em títulos mobiliários: isolamento dos ativos, remodelagem do fluxo de caixa, agrupamento de ativos e reforços de crédito e de liquidez.

A segregação dos ativos permite que uma carteira de ativos seja classificada com base nos ativos que a compõem e não no risco da instituição originadora da carteira. Através desse isolamento, os recursos gerados pela carteira são usados apenas para a remuneração do investidor, não dependendo da performance do originador. O processo se dá através da venda definitiva (*true sale*) da carteira de ativos para uma Entidade Emissora.

A remodelagem do fluxo de caixa é feita para diminuir o risco das classes sênior dos títulos. Como existem diversos perfis de investidores, a Entidade Emissora busca emitir classes de títulos diferentes para atender tais perfis. Assim, as classes sênior são aquelas cuja probabilidade de inadimplência é pequena e são apoiadas nas classes subordinadas existentes na maior parte das estruturas de securitização. É o fluxo de pagamentos proveniente da carteira securitizada que gera a remuneração das classes dos títulos. A remuneração está atrelada, no entanto, a uma seqüência de prioridade de pagamentos. A estrutura de cascata, como é conhecida, é ajustada de maneira que as diferentes classes de títulos variem em risco, incluindo remuneração, prazo, e ordem de pagamento do principal.

Os ativos podem ser agrupados a partir da padronização de contratos e da capacidade de gerar uma grande quantidade de informação sobre os mesmos. Tal ajuntamento possibilita que haja emissões maiores e mais líquidas e ainda, a diversificação de risco de crédito.

Para que os ativos sejam atraentes para o mercado e satisfaçam a demanda existente, por vezes é necessário recorrer ao reforço de crédito e de liquidez. Como há uma hipótese de que possam ocorrer perdas pelo não pagamento de alguns ativos da carteira, um reforço

da qualidade de crédito permite que melhores classificações de risco sejam atingidas. A remuneração do título não pode ser comprometida se existirem atrasos nos pagamentos dos empréstimos ou demoras no repasse dos pagamentos à Entidade Emissora. O reforço de liquidez nesse caso soluciona esse problema.

O quão grande deve ser o reforço de crédito e liquidez numa estrutura depende de um processo entre originador, estruturador e agência emissora. Para isso utilizam-se também modelos financeiros conservadores que simulam situações de stress e analisam o comportamento dos ativos em dadas circunstâncias.

O reforço de crédito e de liquidez pode ser de dois tipos: estrutural ou garantido por terceiros. O reforço de crédito estrutural abrange spread adicional, subordinação, fundo de reserva e *overcollateral*. Já o reforço de crédito garantido por terceiros é dado através de um seguro, de derivativo de crédito ou do compromisso de compra. O fundo de liquidez é o reforço estrutural de liquidez e a carta de crédito é o reforço garantido por terceiros.

O spread adicional consiste em emitir títulos com uma taxa de remuneração menor que a taxa de juros cobrada nos empréstimos da carteira. Desta forma os recursos extras gerados por esse spread são acumulados no fundo de reserva. A subordinação é uma das formas mais utilizadas para atingir a classificação de crédito desejada, uma vez que as classes subordinadas diminuem o risco das classes sênior que, geralmente apresentam o maior volume na emissão. O fundo de reserva, por sua vez, é uma conta onde de tempos em tempos são depositados os recursos excedentes gerados pela carteira securitizada depois que todos os pagamentos à Entidade Emissora foram realizados. Tais recursos alocados no fundo têm por objetivo garantir a remuneração às classes sênior caso o fluxo de pagamentos da carteira se torne insuficiente. A sobrecolateralização consiste em fazer uma emissão cujo valor total seja menor do que o valor da carteira securitizada correspondente, ou seja, a carteira atua como colateral para os títulos emitidos.

1 - Histórico da Securitização

A história da securitização é confundida com a do desenvolvimento do mercado de capitais ao redor do mundo e, principalmente, nos EUA. O termo securitização vem da palavra *security*, que significa valor mobiliário. Assim sendo, securitizar transmite a idéia de criar valores mobiliários. Nota-se que ao longo do tempo o significado da palavra foi evoluindo. Na década de 70, profissionais do mercado financeiro definiram securitização como “a prática de estruturar e vender investimentos negociáveis de forma que seja distribuído amplamente entre muitos investidores um risco que normalmente seria absorvido por um só credor”. Ou seja, securitização significava a emissão de valores mobiliários no mercado de capitais com o objetivo de levantar recursos como alternativa da utilização de dívida bancária.

Ao passo que se utiliza a emissão de valores mobiliários como forma de financiar uma dívida, por outro lado recorre-se menos ao sistema bancário para solucionar esse problema. Essa desintermediação financeira vem ocorrendo principalmente a partir das décadas de 70 e 80, quando o mercado de capitais nos EUA se mostrou mais barato e eficiente que o sistema bancário.

Podemos recorrer a aspectos históricos para explicar certas mudanças. Na década de 70, com a grande transferência de riqueza dos países consumidores de petróleo para os países da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo), uma boa parte dessa riqueza dos países consumidores de petróleo foi depositada no sistema bancário norte-americano e europeu. Os bancos, por sua vez, buscavam tomadores de empréstimos para esse influxo de recursos. Nessa época o endividamento bancário dos países em desenvolvimento como o Brasil cresceu muito.

As autoridades monetárias acabaram consentindo que bancos globais aumentassem a exposição ao risco soberano de países em desenvolvimento. Porém, vários desses países enfrentaram graves dificuldades financeiras, urgindo, portanto, reescalonar suas dívidas ao longo de um período maior.

As conseqüências para os bancos credores podem ser destacadas. São as seguintes:

- 1- Houve a deterioração das suas carteiras de crédito, o que piorou ainda as suas classificações de risco. Assim, aumentando o risco, os credores destas carteiras passaram a exigir uma maior remuneração, elevando o custo de levantamento dos fundos.
- 2- Os bancos diminuíram muito as suas atividades em países em desenvolvimento e

voltaram-se para clientes corporativos tradicionais nos seus mercados internos. Com isso, a competição por esses clientes grandes aumentou ainda mais, o que diminuiu as taxas cobradas. Os bancos então estavam pressionados: de um lado pelo alto custo de levantamento de fundos e do outro pela remuneração baixa dos seus empréstimos.

- 3- Os órgãos reguladores do sistema financeiro passaram a exigir um maior nível de capitalização das instituições financeiras. Esse processo, conhecido como acordo de Basileia, define níveis de capitalização de acordo com o risco da carteira de crédito de cada instituição. Os bancos se enquadram de duas formas: aumentando o capital ou reduzindo o risco de sua carteira de crédito.

É notório, então, que na década de 80 os bancos estavam enfraquecidos financeiramente. Os spreads eram apertados e não remuneravam adequadamente seu capital. Por outro lado, os órgãos reguladores estavam exigindo cada vez maiores níveis de capitalização. Com um cenário desses, os bancos só conseguiam emprestar para seus clientes corporativos a altos preços.

Com o crédito bancário mais escasso e mais caro, a alternativa para os tomadores de recursos era emitir valores mobiliários no mercado de capitais.

Realmente, os bancos eram os que mais tinham interesse em promover essa alternativa. Eles viam inúmeros benefícios, em especial, a oportunidade de reter os seus clientes e também repor parte da receita perdida com a queda da quantidade de empréstimos. Foi nesse contexto que surgiu o mercado de notas promissórias (*commercial paper*).

Securitização foi o termo utilizado para descrever o processo pelo qual empresas que normalmente tomavam empréstimos do sistema bancário passaram a levantar recursos no mercado de capitais por meio de emissões de valores mobiliários. Essas empresas “securitizavam” suas dívidas, ou seja, seus passivos passaram a consistir de títulos (*securities*) emitidos no mercado e não mais empréstimos.

A securitização de recebíveis é um dos principais componentes da revolução observada no sistema financeiro das economias mais avançadas desde meados da década de 80. Em princípio, qualquer fluxo de receita contratado ou projetado, com características conhecidas ou determináveis e que permitam a realização de avaliação de risco e retorno podem ser objeto de securitização. Desse modo, são elegíveis para securitização desde recebíveis de curto prazo relativos a crédito direto ao consumidor, créditos imobiliários de longo prazo, recebíveis de pessoas jurídicas e receitas de projetos de infra-estrutura.

Percebe-se que hoje há um processo de constante evolução da tecnologia de securitização. Ainda que os bancos tenham recuperado uma maior solidez financeira, a pressão sobre os spreads bancários continua alta e as regras de capitalização impostas pelo acordo de Basileia continuam sendo aprimoradas.

Com todos esses incentivos, o próximo passo para os bancos foi desenvolver mecanismos para vender partes de suas carteiras de crédito, um processo conhecido como “transferência de risco de crédito”. A tecnologia de securitização resultou desse processo. Ele ocorre quando uma instituição de crédito (originador) transfere ativos do seu balanço para terceiros (Entidade Emissora), os quais financiam a compra desses ativos através da emissão de instrumentos financeiros negociáveis lastreados nestes ativos. A transferência, caracterizada pela venda dos ativos, é realizada sem direito de regresso do crédito ao originador.

Os motivos acima descritos justificam o pioneirismo dos bancos no processo de securitização. O mercado logo percebeu que a tecnologia poderia ser aplicada a uma grande variedade de empresas. Em outubro de 1986, a financeira de General Motors, a General Motors Acceptance Corporation (GMAC) foi o originador da maior transação realizada pelo setor privado até aquele momento: a emissão de US\$ 4 bilhões em títulos de uma SPE (Sociedade de Propósito Específico) que tinha dado empréstimos a compradores de carros como ativo-lastro. Como a GMAC tem por atividade financiar a compra de automóveis, é um grande originador de ativos financeiros. Ela optou pela transferência do risco de crédito desta carteira para o mercado de capitais, liberando o uso de seu próprio capital para originar mais empréstimos.

Atualmente, o setor que dá origem ao maior volume de ativos securitizados é o imobiliário. Só nos EUA o mercado de créditos de recebíveis imobiliários superou US\$ 3.2 trilhões no ano passado. Objetivando facilitar a compra de casa própria, o governo norte-americano estabeleceu entidades quase-governamentais que atuam como Companhias Securitizadoras para a grande maioria das hipotecas originadas naquele país. Resultante disso, os compradores de residências nos EUA têm acesso a empréstimos a taxas competitivas e prazos de até 30 anos.

As primeiras operações realizadas por empresas brasileiras aconteceram no começo da década de 90 e foram realizadas no mercado internacional. Ao contrário do que ocorreu em outros países, o objetivo principal foi a busca de financiamento externo de longo prazo em um período em que o governo brasileiro renegociava a sua dívida externa com os bancos

credores. Estas operações também se diferenciavam pelo tipo de ativos securitizados. Eram operações que tinham como lastro o futuro de créditos ainda inexistentes no balanço das empresas originadoras.

A primeira operação foi realizada pela Embratel, onde esta securitizou o fluxo futuro de créditos que a mesma teria com a empresa americana AT&T. Como a origem desses créditos dava-se fora do país, investidores internacionais consideravam que o risco de inadimplência desta operação estava mitigado pelo fato de que os recursos não ingressavam no país antes do pagamento da operação de securitização. A Varig, ao securitizar seus créditos futuros provenientes das vendas de passagens aéreas feitas no exterior e pagas com cartões de crédito, foi responsável pela segunda operação de securitização no Brasil e seguiu a mesma lógica da anterior. Essas operações são, até hoje, importantes fontes de financiamento de empresas brasileiras no mercado internacional.

O mercado doméstico de securitização tem um histórico mais modesto. A primeira operação foi realizada em 1994 pela empresa Mesbla Trust, que emitiu debêntures lastreadas em créditos originados pela Mesbla SA. Além do pioneirismo, esta operação é também de grande importância devido ao ocorrido logo após a emissão dos títulos: a falência da originadora dos créditos. Apesar de tudo, o resultado da operação foi bastante positivo, visto que a segregação dos ativos da Entidade Emissora em relação aos da originadora foi legalmente validada e os investidores receberam o retorno de seus investimentos de acordo com o acordado anteriormente.

Um pequeno número de operações de securitização aconteceu até a criação de legislação e regulamentação específicas para dois novos tipos de Entidades Emissoras: as Companhias Securitizadoras e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Antes da criação destes veículos, as operações eram realizadas por Sociedades de Propósito Específico (SPEs) regidas pela lei das S.A. A criação das Companhias Securitizadoras e dos Fundos de Recebíveis aumentou consideravelmente as expectativas relativas ao crescimento do mercado doméstico de securitização. Essa parte será analisada no capítulo referente às Entidades Emissoras.

1.1 Securitização no Brasil

O mercado de securitização ainda é novo no Brasil. Até 1997, não havia uma legislação que tratasse expressamente das normas e procedimentos aplicáveis a uma típica operação local de securitização lastreada em ativos.

As estruturas que existiam até então eram baseadas em um conceito básico contido no Código Civil Brasileiro, qual seja, a cessão de direitos creditórios pela empresa originadora a uma SPE - Sociedade de Propósito Específico - (constituída sob a forma de sociedade anônima ou por quotas de responsabilidade limitada) à qual era responsável por emitir títulos (através de emissão privada ou por meio de títulos de dívida em distribuição pública) lastreados em tais direitos creditórios.

Com a promulgação da Lei nº 9.514/97, criando o SFI (Sistema Financeiro Imobiliário), a alienação fiduciária dos imóveis financiados e a emissão dos CRIs, as características de uma operação local de securitização foram, pela primeira vez no Brasil, expressamente tratadas de forma legal. O novo SFI resulta da intersecção dos mercados imobiliários, financeiros e de capitais no âmbito do mercado de recebíveis. Ainda que apenas se restringisse aos aspectos relevantes das operações de securitização de recebíveis imobiliários sob uma perspectiva legal, esta lei indicou claramente o interesse das autoridades brasileiras em regulamentar esse tipo de operação e proporcionar aos investidores uma maior certeza e segurança no que tange à legitimidade de estruturas dessa natureza. À Lei nº 9.514/97 seguiram-se as Resoluções nºs 2.493/98 e 2.573/98 buscando maior eficiência no funding do sistema financeiro, ambas expedidas pelo Banco Central e revogadas pela Resolução nº 2.686, de 27 de janeiro de 2000. A Resolução nº 2.686/00, ainda em vigor, estabelece as condições gerais para a securitização de recebíveis financeiros originados por instituições financeiras.

Toda essa legislação regulamentou a criação das SPEs sob a forma de CSCIs - Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários - e CSCFs - Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros.

O Banco Central expediu em 29 de novembro de 2001, a Resolução no 2.907, autorizando a constituição e operação de FIDCs - Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – e de FICFIDCs - Fundos de Aplicação em Quotas de FIDCs – chamados, conjuntamente de “Fundos de Recebíveis”. A regulamentação para tais fundos foi feita pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários - através da Instrução no 356, de 24 de janeiro de 2002, segundo a qual, direitos creditórios de qualquer natureza seriam passíveis de securitização através de um Fundo de Recebíveis e a Instrução 393 de julho de 2003. Assim, juntamente com essas normas, surgiu um novo veículo para as operações, de securitização.

O mercado de securitização no Brasil vem apresentando um forte crescimento. No

entanto, os últimos três semestres têm se destacado bastante principalmente com o aparecimento dos Fundos de Investimento em Direito Creditório. Estima-se que mais de 80% do que foi realizado no primeiro semestre de 2004 provém de tais fundos. Neste tempo, aproximadamente R\$ 1.32 bilhão foram emitidos em títulos, enquanto que em 2003, nesta época este volume não superou R\$ 190 milhões.

O setor privado, responsável por quase todas as emissões realizadas até o presente momento, continua projetando o crescimento de suas emissões. A área industrial foi a primeira a usufruir da tecnologia da securitização no ano passado com operações envolvendo recebíveis de grandes empresas e agora presencia a utilização desta tecnologia no financiamento de pequenas e médias empresas através de estruturas pioneiras no mercado nacional. Ainda, percebemos que bancos de médio porte estão também adotando rapidamente esse novo modelo de intermediação financeira.

Investidores institucionais têm declarado que no atual momento “falta produto” para investir. E ainda, segundo um representante da Secretaria de Previdência Complementar, apenas 0.33% da carteira coletiva do sistema são investidos em títulos de securitização, o que demonstra que existe um enorme espaço para uma participação mais ativa desses investidores no mercado.

1.2 Panorama Geral do Mercado de Capitais no Brasil

O mercado de capitais no Brasil vêm buscando soluções de financiamento compatíveis com a retomada sustentada do crescimento da economia brasileira.

Sabe-se que a redução da taxa básica de juros é condição necessária, porém não suficiente para trazer o custo do capital a níveis mais próximos dos observados no plano internacional e compatíveis com a taxa de retorno das atividades produtivas. No que tange ao crédito bancário vemos que ainda há um longo caminho a ser percorrido, envolvendo a redução de compulsórios e da cunha fiscal, redução de perdas por inadimplência, melhor avaliação do risco de crédito e faz-se necessário também o aumento da capacidade de recuperação dos créditos.

Analisando o funcionamento das economias mais desenvolvidas, notamos que a modernização dos sistemas financeiros das mesmas tem sido acompanhada por um acentuado crescimento do mercado de capitais, com aumento da importância de investidores institucionais.

Nos últimos anos alguns fatores de crescimento do mercado de capitais têm avançado

no Brasil, com a acentuação do processo de institucionalização da poupança e progressos consistentes na regulamentação de instrumentos de mercado, inclusive quanto à proteção ao investidor; a queda da taxa de juros e do coeficiente da dívida pública sobre o PIB abre um potencial de oportunidades para a colocação de papéis e fundos voltados ao financiamento do investimento, da produção e do consumo – necessários para a retomada do crescimento.

Fica claro que o mercado de capitais, promove assim, a democratização de oportunidades e do capital.

O maior desafio para a economia brasileira hoje em dia é retomar um crescimento sustentado com preservação da estabilidade de preços e equilíbrio externo, que também é uma condição necessária para que haja a geração de empregos e de recursos suficientes para atender as demandas sociais.

Devido à situação das contas públicas, a retomada do crescimento deve ser liderada pelo investimento privado. O aumento deste depende do custo de capital, da confiança das instituições e das expectativas de crescimento do país.

Verifica-se que o custo de capital é um dos fatores que compromete a competitividade das empresas e é um obstáculo ao crescimento. Somente um pequeno segmento constituído pelas empresas multinacionais e maiores empresas nacionais tem acesso a recursos de bancos e mercado de capitais. Mesmo dentre aquelas de capital aberto, somente as 20% maiores utilizam significativamente tais recursos. A maioria depende mesmo dos seus próprios recursos e acabam se deparando com custos de capital muito superiores à taxa de retorno dos investimentos produtivos.

Nos últimos anos, observa-se um notório crescimento da institucionalização da poupança no Brasil. Desta forma, uma parcela cada vez maior da poupança financeira é captada por investidores institucionais, destacando-se fundos fechados e abertos de previdência, fundos mútuos de investimento e companhias de seguros.

Dentre os obstáculos ao desenvolvimento e funcionalidade do mercado de capitais brasileiro destacam-se: taxas de juros básicas elevadas; proteção insuficiente ao investidor, enquanto acionista ou credor; distorções do sistema tributário; carga tributária elevada discriminando empresas abertas e incentivando a economia informal - o que dificulta avaliação de risco de crédito bancário e eleva riscos e spreads; deficiência dos mercados e instrumentos quanto à formação de liquidez do mercado secundário de renda fixa e ainda uma série de obstáculos culturais.

Para reduzir e eliminar tais problemas vários projetos e regulamentos foram emitidos. Para tentar solucionar o problema relativo à taxa de juros, foi adotada uma política fiscal conservadora e estimula-se a geração de superávits primários para criar condições para a queda consistente da taxa de juros; há uma meta de redução da dívida pública; e busca-se o superávit comercial reduzindo a vulnerabilidade externa e contribuindo para a queda do risco-país.

Em relação à proteção aos investidores criou-se uma nova lei das S.A; novo mercado Bovespa; Comitê de arbitragem; divulgação e uso de informações; nova disciplina e procedimento de ofertas públicas de compra e processo de auto regulação: Bovespa, Anbid, Andima, entre outros.

A Emenda 37/2002 eliminando a CPMF de transações com ações e índices de ações na bolsa, operações securitizadas e de créditos imobiliários, foi um avanço na área relativa a tributação.

Os avanços quanto à organização de mercados abrangem as leis e reforma da previdência como instituidores de fundos de pensão e previdência complementar para funcionários públicos; mercado de renda fixa; FIDC; fundos de investimento em participações (FIPs); operações de derivativos de crédito por instituições financeiras; regulamentação e fiscalização dos fundos na CVM; desenvolvimento de um mercado secundário de títulos da dívida.

Para resolver o problema cultural incentivou-se a popularização do mercado de ações e ainda a criação do Instituto Nacional de Investidores.

Constata-se então, que o mercado de capitais tem um grande potencial de mobilização e alocação de recursos na economia brasileira para incentivar o crescimento e democratizar as oportunidades e o capital. Porém para isso, certas condições devem existir: política macroeconômica favorável, mudanças no sistema tributário, boa gestão da dívida pública e proteção ao investidor de forma, portanto, a reduzir os custos de capital e alongar os prazos.

2- Agentes centrais no processo de securitização

2.1 Entidades Emissoras

A Entidade Emissora, juntamente com o Originador e o grupo de investidores constitui o centro do processo de securitização. Pode-se dizer que é o epicentro da operação.

São instituições independentes estabelecidas exclusivamente para realizar a securitização. A Entidade Emissora irá comprar os ativos do Originador e emitir títulos usando tais ativos como lastro.

Para escolher a Entidade Emissora mais apropriada para uma determinada operação é preciso analisar questões legais, regulamentares e fiscais, o tipo de risco que os ativos representam e ainda analisar os objetivos da securitização.

No Brasil, temos três tipos de Entidades Emissoras: as Sociedades de Propósito Específico (SPE), as Companhias Securitizadoras e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC).

2.1.1 Sociedades de Propósito Específico (SPEs)

As SPEs são instituições criadas com o único propósito de realizar uma determinada emissão. Elas emitem principalmente debêntures simples e debêntures com participação de lucros. A princípio elas não podem emitir dívida cuja principal fonte de repagamento não seja os ativos que se quer securitizar. Na prática algumas SPEs acabam sendo reutilizadas para novas emissões, mas na verdade o mais comum é que estas entidades sejam dissolvidas após a completa liquidação dos títulos emitidos. As SPEs não têm por objetivo gerar lucros. São empresas de capital aberto, regidas pela Lei das Sociedades Anônimas.

2.1.2 Companhias Securitizadoras (CSCI e CSCF)

As Companhias Securitizadoras podem ser de dois tipos: CSCI (Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários) e CSCF (Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros).

As Companhias Securitizadoras são empresas criadas para atuar de forma permanente no mercado de securitização de ativos financeiros imobiliários, comprando créditos imobiliários que servem para emissão dos Certificados dos Recebíveis Imobiliários (CRIs) que são títulos de renda fixa de livre negociação e de emissão exclusiva das CSCI.

Estas empresas também podem fazer captação através da emissão de debêntures. A CSCI, ao contrário da SPE tem por objetivo gerar lucro para os seus acionistas.

Dada a possível adoção do Sistema Fiduciário, a remuneração dos títulos depende apenas do desempenho dos ativos que lhe servem como lastro e não dos ativos-lastro de outras emissões de CRIs e nem do desempenho da CSCI.

As Securitizadoras Imobiliárias foram criadas em 20 de novembro de 1997, com a lei 9514/97 que estabeleceu também o Sistema Financeiro Imobiliário e também o Regime Fiduciário e os CRIs. Atualmente estas companhias são reguladas pela CVM, pela Inst. 284.

Vale ressaltar a importância do Regime Fiduciário, citado acima. O objetivo do mesmo está intrinsecamente relacionado à segurança dos investidores. O Regime Fiduciário deve prover maior conforto para aqueles que investem nos CRIs emitidos pelas CSCIs, livrando-os do risco de falência destas companhias.

Desta forma, a CSCI constitui um patrimônio distinto, composto pela totalidade dos créditos correspondentes a uma determinada emissão. Os créditos que são objeto do regime fiduciário estão reservados para a remuneração dos títulos aos quais estão ligados e às despesas oriundas deste processo, mantendo-se tais créditos isolados do patrimônio da securitizadora até que se complete o resgate de todos os títulos. Assim, estes créditos estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da CSCI.

A função da Securitizadora Imobiliária é administrar cada patrimônio separadamente, contabilizando-os de forma independente e elaborando e publicando as respectivas demonstrações financeiras.

A criação do Regime Fiduciário possibilita, desta forma, que a companhia securitizadora faça diversas emissões de forma que o risco de cada uma destas emissões esteja associado apenas à carteira de créditos imobiliários que constituem o lastro. Portanto, caso haja a deteriorização dos créditos em uma determinada emissão, tal problema não afeta a remuneração de títulos associados a outras emissões.

Para que a securitizadora imobiliária estabeleça o patrimônio separado, esta deve indicar um agente fiduciário que represente o conjunto de proprietários de CRIs, com poder de receber e de dar quitação. Fica evidente, desta forma, que a função deste agente é zelar pela proteção dos direitos e interesses dos investidores, acompanhando a atuação da securitizadora imobiliária na administração do patrimônio separado e monitorando as atividades de terceiros, como o servicer das operações.

Em caso de insolvência da CSCI, o agente fiduciário é quem deve assumir a administração do patrimônio separado, garantindo assim a continuidade das remunerações

aos detentores dos CRIs.

As Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros (outro tipo de securitizadora) tem por finalidade a aquisição de créditos financeiros, captando recursos apenas através da emissão de debêntures simples cujo lastro é dado por estes créditos. A CSCF fica proibida, então, de se capitalizar através de outro meio, exceto no momento de incorporação da empresa.

As CSCF são regulamentadas pelas Instruções 281 e 307 da CVM e pela resolução 2686 do Bacen. No momento, não é possível adotar o regime fiduciário para as emissões das securitizadoras financeiras, de forma que, na prática, estas entidades ficam limitadas a uma única emissão, funcionando de maneira similar às SPEs.

2.1.3 Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs):

Os fundos de recebíveis foram criados com a finalidade de adquirir direitos sobre créditos. A captação de um FIDC é feita por meio da distribuição de cotas cuja remuneração e resgate estão atrelados apenas ao desempenho dos ativos integrantes do fundo, não podendo emitir, portanto, instrumentos de renda fixa.

O FIDC pode emitir cotas de classes sênior ou classes subordinadas. As cotas sênior terão apenas uma classe, enquanto que as subordinadas poderão ter várias classes (ex. cota subordinada sênior e cota subordinada junior).

Os FIDCs podem ser abertos ou fechados. Nos fundos fechados as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou de cada classe ou série de cotas, ou caso ocorra a liquidação do fundo. Os cotistas, no fundo aberto, por outro lado podem solicitar resgate de cotas.

Diferentes séries de classe sênior podem ser emitidas pelo fundo fechado. Sendo tais séries diferenciadas por prazos, valores para amortização, resgate e remuneração.

O patrimônio do fundo não possui um regime fiduciário, ou seja, todos os cotistas têm direito sobre o patrimônio total de acordo com as respectivas classes e séries de cotas.

Os FIDCs são Entidades Emissoras regulamentadas pelas Instruções 356² e 393³ da CVM e pela Resolução 2907 do Banco Central. Tal regulamentação impõe limites aos gastos de um FIDC. Os recursos do fundo só podem ser utilizados para pagar despesas inerentes à atividade básica de comprar e vender os ativos especificados no regulamento.

² Anexo I no final do trabalho

³ Anexo II no final do trabalho

Quaisquer outras despesas não previstas como encargos do fundo correm por conta do administrador.

Segundo a Moody's⁴ a introdução destes veículos a custos relativamente baixos possibilitou um grande número de pequenas, médias e grandes empresas brasileiras a criarem uma alternativa viável em substituição ao tradicional crédito bancário, ao securitizarem os seus recebíveis via FIDCs. Ainda, cada vez mais, um maior número de bancos e empresas financeiras adotam os FIDCs como uma forma eficiente de aumentar o capital e otimizar os seus balanços.

Até pouco tempo atrás o crescimento de operações financeiras estruturadas estava limitada aos altos custos das SPEs combinada com a falta de investidores dispostos a optarem por títulos securitizados em vez de títulos corporativos dos mesmos originadores.

Os FIDCs são estruturados como fundos de renda fixa, de acordo com a classificação da ANBID. Porém, diferente de tais títulos de renda fixa, os fundos não prometem pagamentos de juros específicos ou de principal aos investidores (cotistas). Assim, cada um dos cotistas espera receber apenas um retorno previsto sobre o investimento (geralmente, tal retorno é um índice ou uma taxa acrescida de um spread. Os FIDCs permitem que investidores institucionais, como fundos de pensão, invistam nesses instrumentos de alta qualidade os quais espera-se que ofereçam mitigação dos riscos e diversificação dos ativos comparados a outros instrumentos de dívida.

Como os FIDCs são entidades que possuem características tanto como veículos de securitização tradicionais e como empresas de investimento, são isentos do risco de falência. Dentre os benefícios dos FIDCs pode-se se destacar a flexibilidade de desenhar a estrutura de capital mais apropriada para direcionar o encarecimento do crédito e o retorno dos investidores, e a habilidade de oferecer aos originadores vantagens fiscais na venda de ativos ao par, o que gera excesso de spread pelos ativos pertencentes ao FIDC.

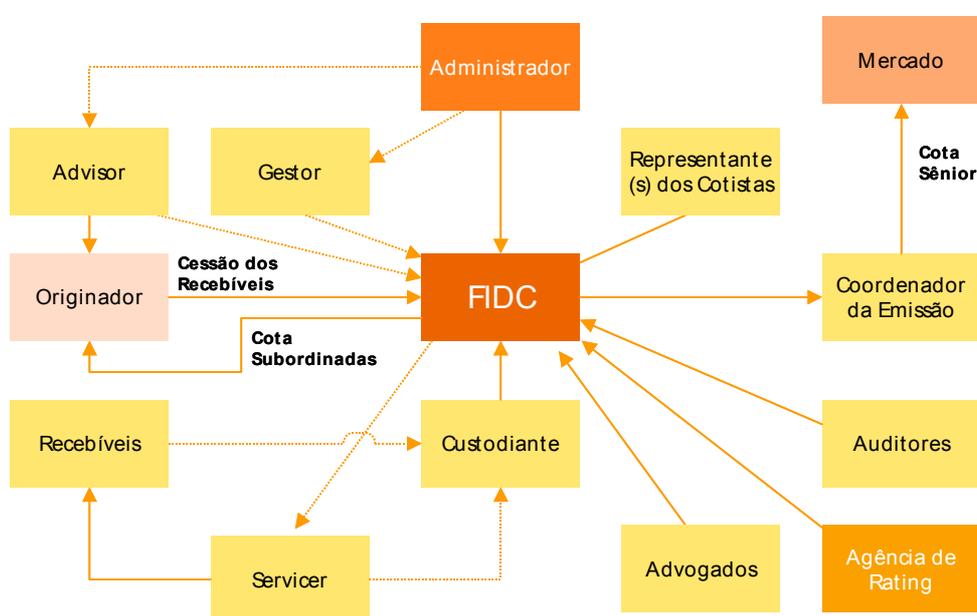
Com relação aos tipos de ativos, espera-se que uma parcela significativa de securitizações futuras sejam lastreadas por recebíveis comerciais, de financiamento de automóveis, bens de consumo e dívidas pessoais assim como o aumento dos recebíveis relativos aos cartões de crédito. Ainda, uma classe especial de ativos chamada “ativos não performados” devem ser desenvolvidos.

⁴ Agência classificadora de risco

FIDCs são uma alternativa viável ao crédito bancário

Com as altas taxas de juros no Brasil, empresas de pequeno e médio porte acabaram saindo do mercado de capitais devido à dificuldade que possuíam para emitir títulos até o aparecimento dos FIDCs. Esses veículos introduziram vários benefícios que possibilitou tais empresas de fato possuírem acesso ao mercado de crédito. Utilizando mecanismos de “*true sale*” tais companhias podem relacionar os recebíveis aos FIDCs. Os fundos de recebíveis garantem a essas empresas vários benefícios em comparação ao tradicional crédito bancário, entre eles vantagens fiscais e custo de *funding* mais baixo.

FLUXOGRAMA I – ESTRUTURA TÍPICA DE UM FIDC:



Fonte: Pinheiro Neto Advogados

Administrador

- Deve ser banco múltiplo, banco comercial, banco de investimento, sociedade de crédito, Corretora de Títulos e Valores Mobiliários (CTVM), Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários (DTVM) ou a Caixa Econômica Federal.
- Artigo 33 da Instrução CVM 356/01: instituição administradora tem poderes para praticar todos os atos necessários à administração do FIDC e para exercer os direitos inerentes aos recebíveis que integrem a carteira do fundo.
- Contratado via mandato (fase pré-constituição), que se confirma com a Deliberação de Constituição do FIDC, feita pelo administrador.

Gestor

- Pessoas jurídicas com sede no país, integrantes ou não do Sistema Financeiro Nacional.
- Contratado pelo administrador do FIDC. Suas atividades estão relacionadas à gestão dos ativos componentes da carteira do FIDC. Não assume todos os deveres do administrador.
- Contrato entre o administrador e o gestor. Necessidade de previsão no regulamento do FIDC ou deliberação em assembléia geral de condôminos.

Coordenador da Emissão

- Responsável pela distribuição/colocação das cotas do FIDC no mercado.
- Deve ser integrante do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários. Geralmente tem-se um banco ou uma Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários (DTVM) atuando como coordenador da emissão.
- Contrato entre o FIDC e o coordenador da emissão.

Custodiante

- Pessoa jurídica credenciada pela CVM para o exercício da atividade de custódia fungível.
- Lista de atribuições contida no artigo 38 da Instrução CVM 356/01, conforme alterada pela Instrução CVM 393/03. Papel de “controle” dos recebíveis, depois que estes foram cedidos ao FIDC.
- Contrato de Custódia entre o FIDC e o custodiante. Pode incluir (i) a liquidação financeira dos recebíveis e (ii) a custódia física de documentos que evidenciem os recebíveis (podem ser sub-contratados pelo custodiante).

Agência de Rating

- Deve ser uma agência de classificação de risco em funcionamento no país. Embora não haja requisitos legais para exercer esse tipo de atividade, uma agência de rating deve ter “market reputation”.
- Cada classe ou série de cotas do FIDC destinadas à colocação pública deve ser classificada por uma agência de rating (em geral, somente as cotas sênior).
- Contrato entre o FIDC e a agência de rating.

Auditores

- Segundo a Instrução CVM nº 356/01, devem ser necessariamente contratados pelo FIDC.
- Auditam as contas do FIDC e, em alguns casos, podem realizar procedimentos de auditoria nos recebíveis, em complemento ao custodiante.

- Contrato entre o FIDC e os auditores. Nome dos auditores deve ser informado à CVM no momento da constituição do FIDC.

Representantes dos Cotistas

- Podem ser eleitos (um ou mais representantes) a qualquer momento pelos condôminos em assembléia geral. O regulamento já pode prever que tais representantes serão eleitos.
- Alternativa: prever no regulamento a contratação de empresa especializada para prestar esse serviço (trustee/agente fiduciário).
- Podem fiscalizar e exercer o controle gerencial das aplicações do fundo, em defesa dos direitos e dos interesses dos condôminos.
- Só no caso de terceirização haveria contrato entre o FIDC e o representante dos cotistas.

Servicer

- Pode ser contratado diretamente pelo FIDC ou sub-contratado pelo Custodiante, geralmente para executar serviços de cobrança dos recebíveis.
- Contrato entre o FIDC e o Servicer, ou entre o custodiante e o servicer, nesse caso com a anuência do FIDC.

Advisor

- Geralmente inicia o trabalho de constituição do FIDC junto com o originador. Concentra seu trabalho na fase pré-constituição do FIDC.
- Depois da constituição do FIDC, pode vir a ser contratado pelo FIDC como consultoria especializada, objetivando a análise e seleção de recebíveis e demais ativos para integrarem a carteira do FIDC.
- Contratado pelo Originador via mandato (fase pré-constituição do FIDC) e, depois da constituição do FIDC, contratado pelo administrador do FIDC via contrato.

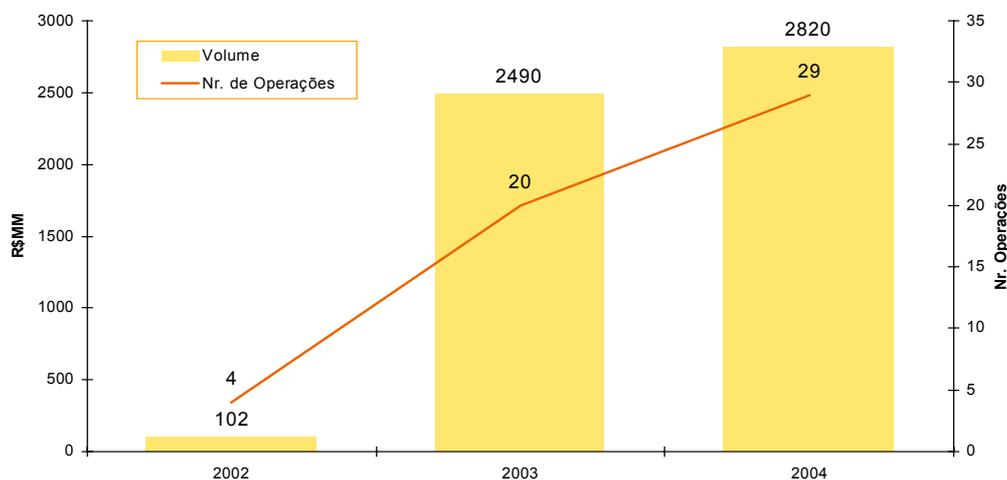
Assessores Legais (advogados)

- Geralmente envolvidos apenas na fase pré-constituição do FIDC.
- Atuam na (i) discussão da estrutura do FIDC, (ii) análise de possíveis problemas jurídicos decorrentes da estruturação do FIDC, e (iii) elaboração e discussão dos documentos relativos ao FIDC (ex.: prospecto, regulamento, contrato de cessão de direitos creditórios, contratos com as demais partes contratadas pelo FIDC, etc.)
- Contratado pelo originador.

FIDC: uma trajetória de crescimento nos últimos anos

Como mostra a figura abaixo, a emissão dos FIDCs têm apresentado um crescimento expressivo desde a sua introdução no mercado.

GRÁFICO I – EVOLUÇÃO DOS FIDCs

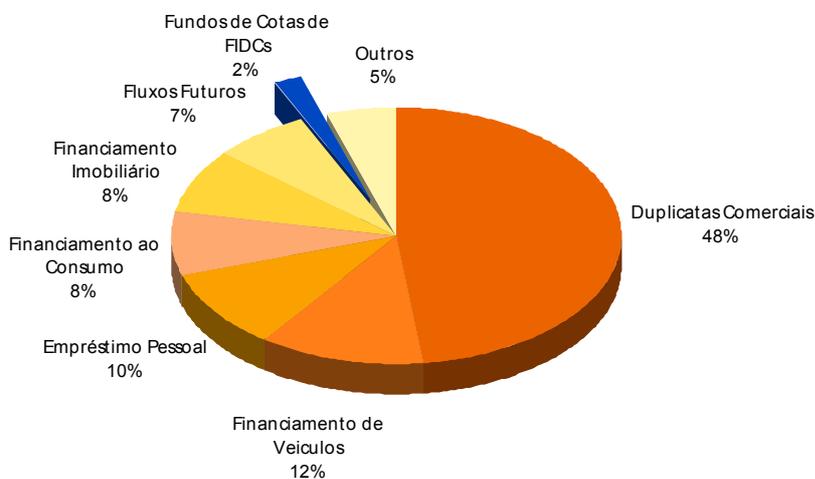


Fonte: Moody's

Composição dos ativos

Os FIDCs lastreados em recebíveis comerciais foram responsáveis pela maior parte do volume total emitido desde 2002 (48%), como mostra a figura abaixo. Outra importante classe de ativos é a de empréstimos para a compra de automóveis (12%), empréstimos pessoais (10%, sendo a maior parte concedida a empregados do setor público), empréstimos para o consumo (8%) e ativos lastreados em empréstimos para a compra de imobiliários (8%). (ver gráfico II)

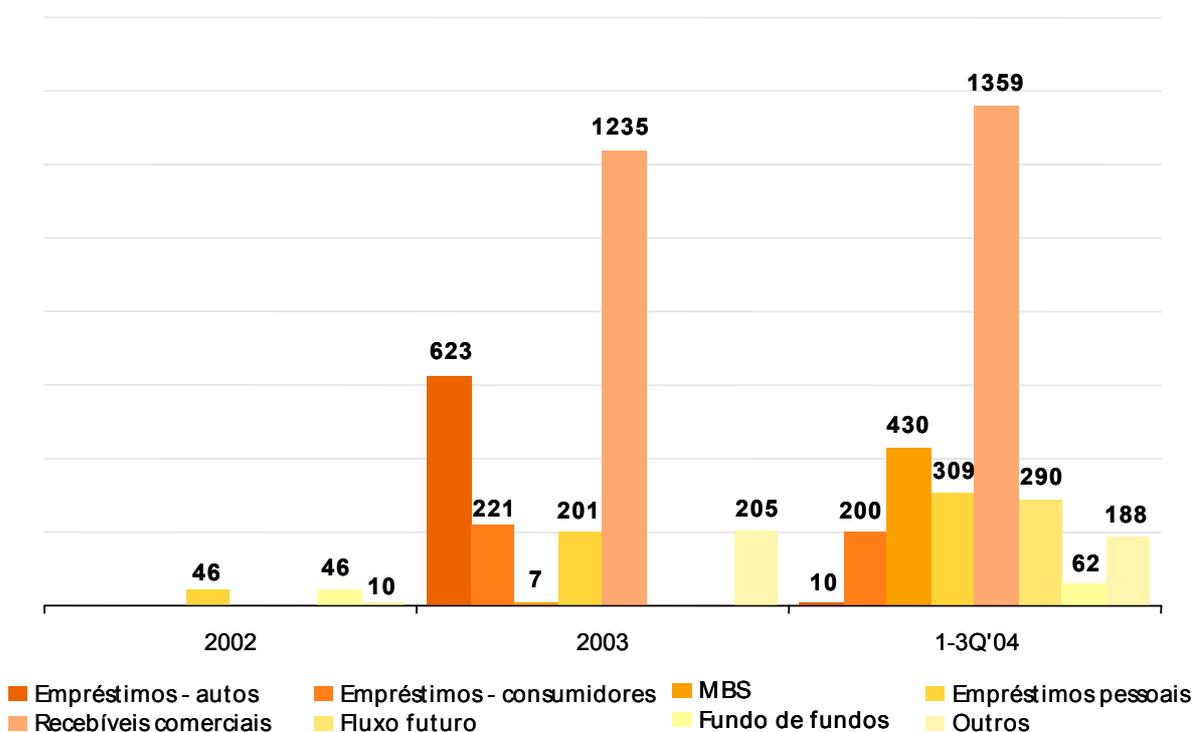
GRÁFICO II – PERFIL DOS RECEBÍVEIS



Fonte: Moody's

O gráfico abaixo mostra a composição dos ativos desde 2002. A emissão de recebíveis comerciais aumentou aproximadamente 10% de 2003 até o terceiro trimestre de 2004. Por outro lado, percebe-se através da análise dos dados abaixo, que empréstimos pessoais aumentaram 53% nesse mesmo período. Tal crescimento está relacionado à extensão do crédito por pequenos e médios bancos a funcionários do setor público sendo o FIDC a principal fonte de *funding* para tais instituições. Pode-se observar ainda que emissões de fluxo futuro têm um potencial crescimento, uma vez que compreendem apenas 5% do total emitido desde 2002. (ver gráfico III)

GRÁFICO III – CRESCIMENTO DA COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS (EM R\$ MILHÕES)

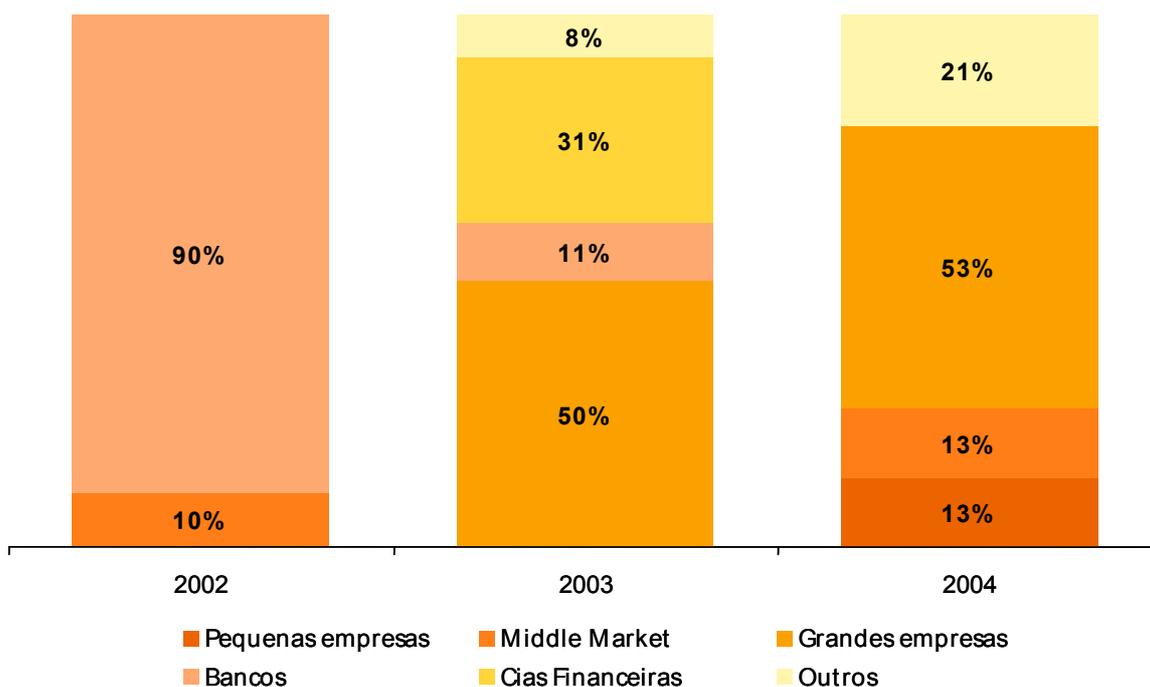


Fonte: Moody's

Características dos Originadores

O tipo de originadores que acessam os mercados através da emissão de FIDCs é bastante diversificado, incluindo diversas corporações (pequenas, médias e grandes), assim como instituições financeiras. Sabe-se que pequenas e médias empresas cada vez mais buscam no FIDC uma alternativa viável à tradicional linha bancária. Ainda, os bancos também têm diversificado as suas fontes de financiamento como depósitos por FIDCs. Em contrapartida, o declínio da emissão de FIDCs por companhias financeiras é explicada pelo aumento de fusões e aquisições e ainda acordos de joint venture no ano de 2004. Exemplos de M&A (fusões e aquisições) incluem a compra da Losango pelo HSBC; compra da Finasa e da Zogby pelo Bradesco; aquisição da Hipercard pelo Unibanco; Itaú fez uma joint venture com o Grupo Pão de Açúcar e o Unibanco com a Sonae. *(ver gráfico IV)*

GRÁFICO IV – PERFIL DOS ORIGINADORES DE FIDCs



Fonte: Moody's

2.2 Agências Classificadoras de Risco

2.2.1 Avaliação de Risco

Ao investir num título de securitização, o investidor precisa analisar o risco de crédito da carteira securitizada. Mas é preciso compreender que, ao comprar tal título, o investimento na carteira é apenas indireto. O comprador estará investindo diretamente na estrutura de securitização que agrupa e isola os ativos da carteira e utiliza o fluxo de caixa gerado para remunerar os títulos. Verifica-se, portanto que além do risco de crédito, há também o risco estrutural. Se a estrutura falhar, mesmo que a carteira securitizada tenha bom desempenho, a remuneração do investidor ficará comprometida.

As conseqüências causadas por uma falha estrutural são potencialmente muito mais graves que as de um baixo desempenho da carteira securitizada. Sabe-se que se os níveis de inadimplência da carteira subirem muito mais que o esperado, o investidor pode sofrer reduções no fluxo de caixa recebido. E ainda, se a estrutura de securitização falhar, pode haver redução de rating, o fluxo pode ser totalmente interrompido e os títulos podem até ser invalidados.

Assim como as operações de debêntures e bônus de empresas, as operações de securitização contam com uma classificação de crédito para os valores mobiliários emitidos pelas Entidades Emissoras. Tais classificações representam a opinião de terceiros - agências classificadoras - sobre os riscos de crédito associados a estes valores.

As classificações de crédito que as agências desenvolvem variam de acordo com metodologias internas. No entanto, todas têm por objetivo avaliar a mesma coisa: os principais riscos associados à operação que possam interromper, de forma pontual ou permanente, o fluxo de pagamentos dos ativos colaterais aos títulos de securitização.

A classificação de risco de crédito para títulos de securitização e para debêntures emitidas por empresas difere em alguns aspectos. No caso da classificação de risco de debêntures simples emitidas por empresas, esta é uma conseqüência da análise, por parte das agências especializadas, do crédito da empresa emissora dos títulos. Por outro lado, a classificação de risco de títulos de securitização emitidos por Entidades Emissoras é, em geral, definida antecipadamente (um reflexo das condições impostas por investidores especializados para a compra destes tipos de títulos). Depois, a partir daí, busca-se estruturar a operação de securitização para que os títulos possam atingir a classificação que estes buscam.

As classificações de crédito não são permanentes. Uma vez emitidas, estas

classificações são revisadas periodicamente e podem ser modificadas positivamente (upgraded) ou negativamente (downgraded). As avaliações não são consideradas recomendações de compra, venda ou manutenção de um determinado título e nem avaliações da performance dos preços dos títulos no mercado secundário.

2.2.2 Critérios adotados pelas agências classificadoras

Para começar a avaliação de risco de crédito, as agências adotam três critérios básicos: a qualidade de crédito; estrutura do fluxo de caixa e a solidez jurídica.

2.2.2.1 Qualidade de Crédito

Na operação de securitização a análise da qualidade de crédito pode ser separada em duas partes distintas: análise da qualidade da carteira de créditos e análise das partes envolvidas.

Sobre o processo de estudar a qualidade da carteira de créditos tem-se que a avaliação desta compreende três fases principais:

1 – Concessão de crédito

Compreende uma ampla avaliação do processo geral de concessão de crédito pelo Originador, incluindo revisões detalhadas dos critérios e procedimentos de underwriting (subscrição) destes créditos.

2 – Seleção da carteira

Tal processo analisa os critérios usados para determinar os ativos apropriados para a carteira, de que forma são estabelecidos e verificados e como são estabelecidos e verificados e quem são os responsáveis.

3 – Características da carteira

Tipo de crédito, perfil do devedor, colateral e índice de concentração são algumas características gerais da carteira a ser securitizadas que devem ser analisadas.

É de suma importância analisar os dados estatísticos históricos da carteira total de créditos do originador (assim como a carteira a ser securitizada), incluindo dados históricos correspondentes a períodos de crise tais como maxidesvalorização, choque de taxas de juros etc.

A próxima etapa é analisar as partes envolvidas. Esta etapa da análise considera todos

os passos do processo de emissão, verificando cada uma das partes responsáveis. Assim, embora a própria estrutura da operação proteja o investidor do risco de falência do originador, e em alguns casos das Companhias Securitizadoras (por exemplo, no caso de adoção do regime fiduciário para emissão de CRI's), as agências classificadoras avaliam a estabilidade financeira e a capacidade de desempenhar funções específicas do originador, da entidade emissora (no caso de Companhias securitizadoras) e de todas as empresas que prestam serviços à emissão.

Assim, por exemplo, a empresa responsável pelos serviços de custódia, cobrança e administração dos ativos-lastro, sendo o próprio originador ou um servicer terceirizado, deverá passar por uma análise criteriosa, pois qualquer interrupção desses serviços tornará a carteira inadimplente.

Nesta etapa alguns pontos analisados são: tecnologia de cobrança e registro dos créditos; auditoria interna; sistemas utilizados; procedimentos em caso de atrasos e/ou inadimplência, incluindo prazos para reintegração de posse e possíveis perdas; solidez financeira do servicer, altamente relevante no caso de operações nas quais o mesmo antecipa pagamentos relativos a créditos atrasados.

No Brasil, no entanto, os servicers não antecipam qualquer pagamento. Desta forma, problemas temporários de liquidez são solucionados via reserva de liquidez.

Às vezes, faz-se necessário a presença de um servicer que pode vir a assumir a posição do servicer principal em determinadas situações, com o objetivo de dar continuidade aos serviços e assim não interromper o fluxo natural de pagamento dos títulos de securitização.

2.2.2.2 Estrutura do fluxo de caixa

As agências classificadoras fazem a análise da estrutura da operação por meio do modelo de fluxos de caixa derivados dos ativos e passivos, já dado que elas têm acesso aos dados estatísticos relativos aos créditos que compõem a carteira a ser securitizada e de estimativas conservadoras para possíveis perdas.

Para isso, esses fluxos de caixa serão estressados de acordo com diversas variáveis para simular seu comportamento sob crise. Variáveis importantes para estas simulações de estresse incluem taxas de juros, taxas de inflação, índices de inadimplência, perda percentual de valor do colateral e prazos de reintegração de posse. Os índices de inadimplência são uma das principais variáveis dentro destes cenários de estresse. É comum, para estressar estes fatores, utilizar múltiplos de inadimplência histórica, que

variam conforme classes de ativos.

Com a criação dos vários cenários de estresse simulados, são calculados e testados os elementos de reforço de crédito como sobrecolateralização, subordinação, fundos de reserva, etc.

Para que o título consiga atingir uma classificação AAA ou AA calcula-se o quanto deve existir de reforço de crédito (ex. subordinação). Para calcular tal reforço no caso de uma operação de securitização de créditos imobiliários deve-se analisar, por exemplo:

- Tempo para reintegração e venda: consiste numa estimativa do tempo transcorrido entre o momento da declaração de inadimplência de um contrato até a venda definitiva do bem dado como garantia.
- Custo de oportunidade: simboliza a taxa de juros livre de risco
- Custos legais: referem-se ao gastos com o processo de reintegração de posse do bem, representados como porcentagem do valor original do empréstimo.
- LTV (loan to value): razão entre o valor do empréstimo e o valor do bem, expressa em porcentagem. Para uma carteira de créditos, leva-se em conta a média ponderada com os valores dos empréstimos como pesos.
- Perda percentual de valor: redução percentual do valor de venda do bem em relação ao valor avaliado no momento do empréstimo.
- Probabilidade de inadimplência: é o índice máximo de inadimplência a ser coberto pelo reforço de crédito (em geral um múltiplo dos índices históricos de inadimplência).

2.2.2.3 Solidez jurídica

O terceiro e critério de avaliação tem por base a análise das questões jurídicas envolvidas na operação principalmente em relação aos riscos legais associados à solvência financeira tanto do originador quanto da entidade emissora.

As agências de classificação estudam o arcabouço regulamentar e jurídico do país para este tipo de operação, analisando em detalhes todos os contratos e procedimentos legais do processo, tais como a criação das entidades emissoras e a natureza da transferência dos ativos por parte do originador.

Os principais objetivos são garantir que em caso de falência do originador os ativos-lastro jamais serão incorporados à massa falida; e em caso de falência da entidade emissora o fluxo de pagamentos permanecerá normal, ou seja, não ocasionará atraso ou inadimplência aos títulos de securitização.

Tem-se que o conforto jurídico para estas questões técnicas e administrativas,

referentes ao processo de securitização, é dado através de pareceres legais de escritórios de advocacia de primeira linha.

Dentre as agências classificadoras de crédito, podemos citar: Standard & Poor's (S&P), Moody's e Austin como exemplos.

O rating de qualidade de crédito atribuído a um fundo avalia o nível de proteção dos títulos que compõem a carteira contra perdas decorrentes de inadimplência (*defaults*) de crédito. O rating baseia-se na análise da qualidade geral da carteira, dos riscos relacionados à taxa de juros, à qualidade de crédito, à liquidez, à concentração e ao risco cambial pertinente ao fundo. No entanto, ratings dados pela S&P não avaliam riscos de mercado como o risco de pagamento antecipado do principal ou de resgate antecipado das quotas pelos investidores.

O processo de atribuição de rating às securitizações com FIDCs brasileiros difere um pouco dependendo da situação: se o originador for securitizar ativos já existentes como uma operação tradicional garantida por uma carteira de recebíveis comerciais ou então, ativos futuros, como uma operação com recebíveis de exportação. Um emissor potencial deve, em primeiro lugar, contatar uma agência classificadora para discutir a idéia. A agência deve compreender alguns pontos como os tipos de ativos a serem securitizados, a estrutura da operação, os riscos (inclusive os do devedor e os legais), o fluxo dos recursos e o pagamento dos custos, e ainda o mecanismo de proteção de crédito.

Após a realização dessa primeira parte, inicia-se o processo começando por uma avaliação do FIDC (que inclui a análise de garantia e da estrutura legal) e uma análise do próprio originador. Em segundo lugar, a agência avalia o rating preliminar da carteira de crédito e a qualidade de crédito dos outros títulos pertencentes à carteira total do FIDC. Então, o rating final expressa a exposição geral do fundo ao risco de inadimplência. A avaliação leva em conta a qualidade de crédito e/ou os ratings dos investimentos realizados pelo fundo, bem como a qualidade de crédito das contrapartes conjuntamente envolvidas nas operações de mercados, como swaps e derivativos.

Para que seja feita a avaliação do nível geral de proteção do fundo contra perdas associadas ao risco de crédito a agência aplica os fatores e os escores da matriz de qualidade de crédito aos ativos da carteira do fundo. Esses fatores são deduzidos a partir de estudos a respeito da estabilidade do histórico dos ratings. O fator resultante para cada categoria de classificação de longo prazo assume que os títulos ou os ativos em cada categoria de rating apresentam os índices de inadimplência do pior cenário e as taxas

médias de transição de ratings em um período de um ano.

Ao determinar o rating, a agência fornece ainda uma indicação do nível de suporte de crédito relacionado. E ainda, comenta sobre os pontos relevantes para os risco de crédito e para o repagamento pontual aos cotistas.

Quando já atribuído o rating às cotas do FIDC, o emissor toma para si a tarefa de fornecer relatórios de monitoramento contendo informações específicas. Já as informações sobre a performance são fornecidas por meio de um relatório de administração de ativos financeiros preparados pelo administrador.

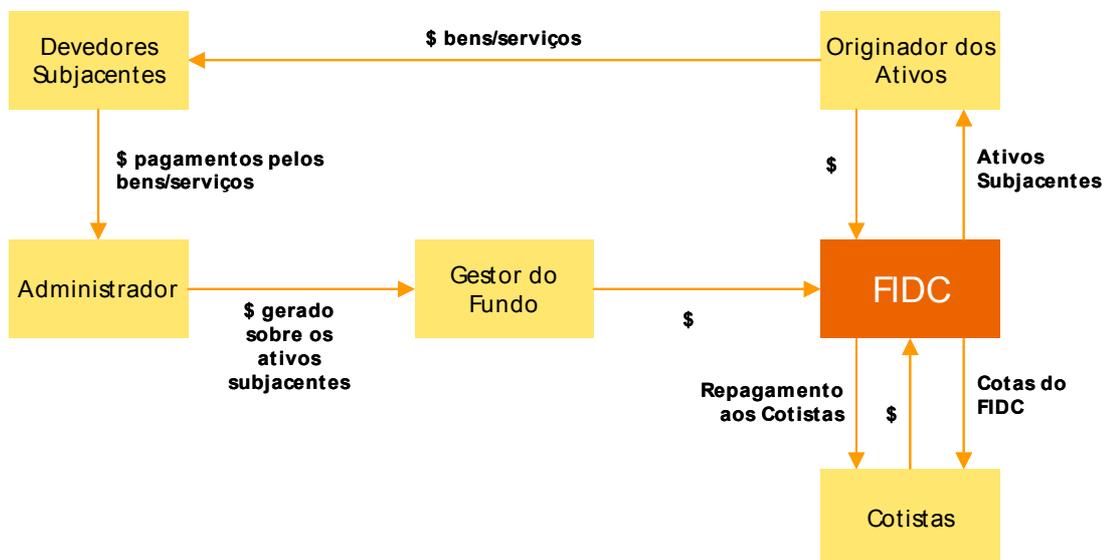
As transações estruturadas através de FIDCs dividem-se em duas categorias: aquelas que envolvem ativos já existentes como recebíveis comerciais, empréstimos pessoais, hipotecas residenciais, que demandam a análise de desempenho da garantia e também transações onde a garantia securitizada tem um histórico de geração, mas que tal problema é difícil de ser analisado.

Deve-se analisar, em qualquer securitização de FIDC se os fluxos a serem securitizados são de caixa existentes ou futuros. Se estes ativos já existirem o fundo não apresenta risco de geração de ativos, ou seja, se o originador desaparecer não haverá nenhum impacto no desempenho do fundo e menos ainda no pagamento aos cotistas. Porém, no caso de fluxos futuros, como o fluxo a ser securitizado ainda não foi gerado, para que o cotista receba os pagamentos o FIDC exige que o originador do fluxo continue existindo. Assim sendo, percebe-se que o grande aspecto que deve ser analisado é o risco de cumprimento das obrigações do originador ou a probabilidade deste continuar existindo ou mantendo as suas operações após sua insolvência ou falência. A análise, deve se focar portanto, em qual seria o máximo de estresse sob o qual o originador conseguiria manter um volume de operações para gerar ativos e realizar os repagamentos do FIDC.

Constata-se que geralmente o rating dado às securitizações de FIDC é mais alto que o do originador dos ativos de crédito ou dos fluxos de caixa do FIDC. Isso se explica devido à proteção que há contra a falência do originador ou do vendedor desses ativos (*true sale*).

No caso de ativos existentes, o originador dos ativos pode ser também o administrador dos ativos. Porém, ao levar em consideração a importância fundamental do administrador dos ativos de crédito em termos de recebimento dos fluxos de caixa nesse tipo de estrutura, é preciso que a operação com FIDC seja imune à falência do emissor ou do administrador inicial. Assim, a estrutura do fundo de recebíveis deve dispor de um administrador substituto que possa assumir tal posição e manter a operação em seu curso normal.

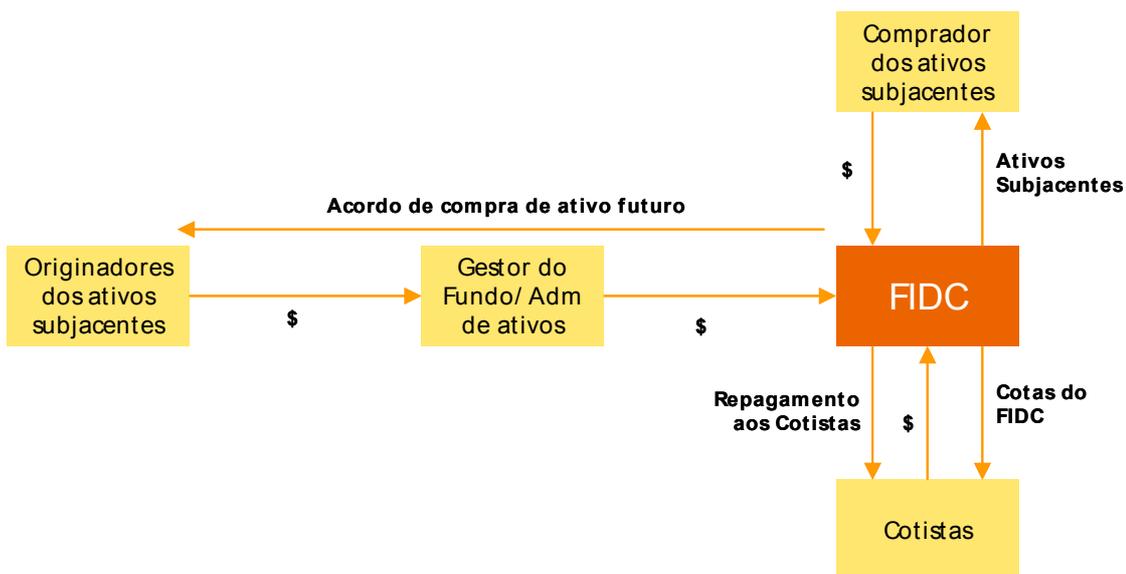
FLUXOGRAMA II – ESTRUTURA DE UMA SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS EXISTENTES POR MEIO DE FIDC



Fonte: S&P

Por outro lado, a securitização em FIDCs com fluxos futuros, a classificação das cotas do fundo depende da capacidade do originador dos ativos de gerar tais fluxos de caixa. É importante, neste caso, que o originador continue existindo. Cabe destacar que no caso de uma securitização em um FIDC receber um rating mais alto do que o do originador, este rating será restringido pela probabilidade de falência do originador.

FLUXOGRAMA III – ESTRUTURA DE UMA SECURITIZAÇÃO DE FLUXO FUTURO POR MEIO DE FIDC



Fonte: S&P

Agora, outro ponto importante a ressaltar diz respeito aos efeitos da arbitragem negativa ou de diferenças de taxas entre ativos e passivos. Sabe-se que na maior parte das operações estruturadas as taxas internas sobre os ativos de crédito são superiores ao rendimento alvo do FIDC. Tal diferença permite cobrir todos os pagamentos exigidos pela estrutura do FIDC, como por exemplo, as suas despesas, o que melhora a qualidade de crédito da estrutura. No caso de o fundo apenas conseguir investir a uma taxa menor do que o rendimento alvo, tal diferença é conhecida por taxa de arbitragem negativa. É necessário avaliar tal arbitragem e ver quais os fatores do FIDC (subordinação de cotas Junior, reforço de garantia, contas de reserva...) diminuem o risco de ocorrência de déficit, objetivando evitar uma parcial ou total inadimplência da transação com FIDC.

Os FIDCs podem todavia estar expostos ao risco de mercado (risco cambial e de taxa de juros), como no caso de um FIDC ter como rendimento alvo uma taxa variável como o CDI e os ativos securitizados estarem sujeitos a uma taxa fixa ou a nenhuma taxa. No exemplo apresentado a taxa de juros poderia ficar acima de um determinado nível, o que poderia fazer com que os fundos não gerem ativos suficientes para pagar os cotistas. Esse tipo de risco numa estrutura pode ser amenizado através de contratos de derivativos que o eliminem ou através de um reforço de garantia. A política de reinvestimento é também outra possível fonte de risco de mercado. Os fundos de recebíveis incluem períodos onde se acumula caixa nas contas do fundo até o dia de pagamento do mesmo. Então, o fundo pode investir o caixa recebido em instrumentos financeiros visando receber duplo retorno e diminuir a taxa de arbitragem negativa. Faz-se necessário que a política de investimento do fundo esteja mencionada nos documentos da operação para que não haja o risco de perdas de crédito oriundas de mudanças nos preços de mercado dos instrumentos onde se investiu o caixa, fato esse que poderia reduzir bastante o fluxo de caixa disponível para pagamento da dívida.

2.3 Originadores

2.3.1 A posição do Originador: vantagens e desvantagens

O originador é aquele que seleciona um conjunto de ativos para serem securitizados. É preciso que esse conjunto possua uma grande quantidade de empréstimos e que estes empréstimos sejam relativamente homogêneos.

Ao securitizar os ativos as empresas estão criando liquidez em seus balanços, expandindo as formas de se financiarem e de aumentarem o capital.

Numa entrevista entre Phillip Zweig⁵ e R.J. Clout⁶ a opinião do originador a respeito do uso da securitização em vez de outras formas de financiamento é mencionada.

Quando questionado a respeito da comparação entre os custos e benefícios de securitizar recebíveis em vez de realizar outros planos de financiamento, o Sr. Clout responde que títulos securitizados são únicos, entre as diversas formas de financiamento, quando se trata de prover certos benefícios estratégicos, incluindo a gestão do crescimento dos ativos e os lucros e ainda a liquidez dos ativos. Diz que eles oferecem muitos benefícios financeiros como o perfeito encaixe entre ativos e passivos (taxa de juros e prazo de vencimento) que não podem ser alcançados com outros planos. Ainda há também a mensuração do risco e menores custos. Sem contar que é uma nova forma de captar recursos já que novos investidores representam uma nova e permanente fonte de captação de capital.

A securitização não causou nenhuma restrição a esse originador. Ao contrário, ainda aumentou a flexibilidade da empresa ao diminuir a dependência das outras formas de financiamento. Um outro benefício destacado refere-se à possibilidade de vender os recebíveis para terceiros, promovendo o acesso ao mercado com um outro nome e uma diferente classe de crédito.

Ao securitizar um ativo, o vendedor abre mão da oportunidade de se beneficiar de uma possível queda do custo de capital ao longo do tempo de vida dos recebíveis. Como o spread entre os recebíveis vendidos e o custo do capital é fechado no momento da venda, não é preciso abrir mão de muitos benefícios para realizar a transação.

Emissores com uma grande carteira de ativos e que necessitam de fundos irão obter mais benefícios com o processo. Existem alguns custos iniciais ao começar esse tipo de transação. Depois que estes custos são amortizados, os ativos securitizados não custam mais do que outras alternativas de financiamento. Empresas que possuem rating baixo também se beneficiam bastante, visto que os ativos vendidos podem receber um rating muito mais elevado.

Outro originador entrevistado, o Sr Robert Mitchell⁷ analisou também outros pontos desse processo. O que motiva alguns originadores é a vontade de transformar algo ilíquido em ativos líquidos, segundo ele.

A emissão realizada pela empresa do sr. Mitchell referia-se a recebíveis provenientes

⁵ redator da Corporate Finance Magazine

⁶ vice presidente da área de empréstimos da General Motors Acceptance Corporation

⁷ vice presidente responsável pela área de tesouraria da Household Financial Services

de consumo e foi realizada em duas partes: uma emissão de curto prazo e outra de longo prazo – para atrair grupos diferentes de investidores. Uma parte foi baseada na LIBOR⁸ e outra numa precificação mais tradicional. Os compradores eram basicamente bancos, fundos de pensão e companhias de seguro.

O sr. Mitchell afirma que as condições de mercado podem afetar as emissões, visto que não se pode ver a securitização isoladamente. Os ativos securitizados devem reagir às mudanças de mercado da mesma forma que outros títulos, mas com alguma diferença devido à natureza dos pré-pagamentos e tipo dos ativos.

Percebe-se que a securitização de recebíveis apresenta uma série de vantagens para o originador. Dentre estas pode-se citar que através da securitização tem-se a criação de um instrumento negociável que possibilita a transformação dos ativos cuja venda seria demorada e burocrática em ativos líquidos e de fácil negociação. Esse tipo de operação permite também a remoção de ativos do balanço, uma vez que ao vender os ativos a uma entidade emissora o originador retira-os de seu balanço, o que pode aliviar as necessidades de aporte de capital para cumprimento da regulação específica. E também melhora alguns índices financeiros como rentabilidade sobre o patrimônio.

Para o originador a securitização representa um menor custo de financiamento (como apresentado nas entrevistas acima), pois como os ativos securitizados deixam de ser do originador, não sendo afetados por uma possível falência deste, a qualidade dos títulos unicamente da qualidade dos ativos securitizados e não da classificação de risco de crédito do originador. Com isso, este agente pode ter acesso a financiamentos correspondentes a uma classificação de risco de crédito superior à sua própria.

A securitização representa o acesso a novas fontes de financiamento já que permite que o originador receba financiamentos sob uma classificação de risco superior à sua. A transferência de risco é outro benefício pertinente a essa transação, dado que o mesmo transfere riscos de crédito, de taxas de juros e liquidez, associados aos ativos securitizados, ganhando liberdade para investir capital no próprio crescimento.

Deve-se fazer menção ainda que a securitização permite “casar” os prazos de obrigações e recebimentos com maior facilidade e flexibilidade, possibilitando uma melhor administração Ativo/ Passivo. Além disso, o Originador pode separar suas áreas de originação de financiamentos, capitalização e prestação de serviços, da maneira mais conveniente, de acordo com o planejamento estratégico da empresa.

⁸ LIBOR – London Interbank Offering Rate

Ainda que inúmeras vantagens estejam atreladas ao uso da securitização por grandes empresas, há de se fazer menção a certas desvantagens.

O originador tem por obrigação moral prevenir a inadimplência. Ou seja, legalmente, ele estará transferindo o risco de crédito relacionado aos seus ativos securitizados. No entanto, ele pode sentir-se obrigado a proteger os investidores em caso de deterioração desses ativos. Para proteger sua reputação no mercado de securitização e continuar tendo acesso a esse tipo de financiamento, um originador pode tomar a iniciativa de salvar a securitização, fornecendo apoio ao pacote de ativos, dentro dos limites estabelecidos pela legislação e pela contabilidade.

Outra desvantagem para o originador é que ele pode se sentir tentado a selecionar seus melhores ativos para securitização, mantendo ativos de mais baixa qualidade em balanço.

Ainda, a securitização, por se tratar de uma operação complexa, com uma estrutura sofisticada, exige profissionais altamente qualificados para garantir que o processo seja feito dentro das normas e de forma a beneficiar as partes envolvidas. Isto pode causar insegurança em relação a se todos os riscos do processo foram corretamente medidos e administrados.

A estruturação de uma operação destas tem custo elevado e o processo de securitização exige a participação de empresas especializadas e profissionais qualificados cujos serviços devem ser remunerados.

2.3.2 Consolidação substantiva:

Em muitos casos o emissor será um subsidiário do originador. Mesmo assumindo uma venda definitiva para essa subsidiária, se os ativos e passivos dessa subsidiária estão de fato consolidados com aqueles do seu parente falido, os recebíveis serão vistos como propriedade da massa falida. Mais precisamente, quando o emissor emitiu a dívida colateralizada com os recebíveis vendidos pelo seu originador-parente, o emissor e o originador falido serão vistos como um devedor único que deu uma garantia através da colateralização aos seus investidores. Como resultado, o pagamento combinado com os detentores dos títulos pode ser prejudicado.

Para evitar tal problema, a subsidiária deve ser estabelecida como uma entidade corporativa separada. Entre fatores que podem demonstrar essa separação pode-se citar diretores independentes e também registros separados. Deve-se ainda ter um documento mencionando que de fato os ativos e passivos da subsidiária não estão associados ao

originador, caso este entre em processo de falência.

2.4 Investidores

2.4.1 *Participação dos Investidores no processo de securitização e uma visão do presente e do futuro*

Ativos securitizados constituem uma importante e crescente parte de carteiras de investimentos de diversas companhias de seguro e outros investidores institucionais. Para entender como um tipo específico de investidor pode usar produtos securitizados, recomenda-se ter em mente a estrutura de passivos de uma organização assim como a filosofia de investimento desta. O balanço e a necessidade de liquidez e a preferência pelo risco irão determinar as escolhas de investimento. Quando uma nova classe de produtos de investimento chega ao mercado financeiro a curva de conhecimento dos investidores sobre esta cesta tende a ser cada vez mais inclinada com o passar do tempo. No caso dos produtos securitizados a posição que se ocupa atualmente ainda é no começo da curva, no início do processo de aprendizado para a maioria dos investidores. Isso torna o campo ao mesmo tempo mais interessante e mais arriscado no princípio.

Segundo Phillip Zweig⁹ as reações dos investidores institucionais com relação aos títulos securitizados são muito diversas, principalmente relativo à liquidez e à negociação no mercado secundário. Mesmo assim, os investidores acreditam que este é sem dúvida um mercado com potencial ilimitado.

No momento observa-se que os investidores têm apenas uma pequena parte de suas carteiras (*portfolios*) investidas em títulos originados de securitização, visto que muitos investidores têm objetivos conservadores e que não permitem tais gestores desempenharem o papel de players ativos nesse mercado.

Tais títulos parecem atrativos para os investidores institucionais devido a algumas características como a curta duração da maior parte dos títulos e rendimentos atrativos.

Ao olhar a curva de rendimento há uma certa descontinuidade sobre o ponto de como os investidores participam nesse mercado. Na parte final do período de curto prazo – 1 ano ou menos - o mercado está dominado por fundos de *money market*, que pela natureza de seus investimentos, querem ser parte das contas dos bancos. Isso significa que quando é

⁹ Phillip L. Zweig é o redator de uma revista chamada “Corporate Finance Magazine”. Numa entrevista com Lawrence Harris – vice presidente da Alliance Capital NY - e com Christopher Gootkind – assistente do vice presidente - e ainda com Robert Pruyne – diretor da Scudder Stevens & Clark. (livro *The Asset Securitization Handbook*).

vendido um fundo deste tipo por 1 dólar por cota, sempre será esse mesmo preço a cota. Por isso é comum dizer que se o objetivo é ter sempre o mesmo valor, como no exemplo citado, não se deve fazer investimentos com prazo de maturidade de mais de um ano.

Outros investidores institucionais preferem fazer investimentos de longo prazo. Investimentos de aproximadamente 3, 4 ou 5 anos são muito longos para fundos de *money market* e ao mesmo tempo de duração muito curta para aqueles que preferem fazer investimentos de longo prazo. Esse mercado, portanto, passou a ser explorado pelos títulos, inclusive os provindos de securitização. Como este ainda é um mercado em desenvolvimento, pode ser um dos motivos pelos quais as taxas de juros parecem tão atrativas, já que não é comum encontrar investidores nessa parte da curva. Os títulos oriundos da securitização de ativos são para aqueles que buscam um rendimento maior do que os fundos de *money market* e que estão dispostos a incorrerem um certo risco.

Os rendimentos desses instrumentos comparam-se ao de outros instrumentos numa carteira de acordo com a estruturação que possuem e com as suposições de pré-pagamento. Se tais suposições tornarem-se atrativas, o rendimento passa a não ser o aspecto principal. Os papéis/ títulos de empresas tornam-se atraentes também e são uma forma dessas empresas fazerem captação. Porém em grande parte tais títulos são de longo prazo, já que as empresas buscam um empréstimo de longo prazo. Portanto, dadas as condições de pré-pagamento e as considerações a respeito da liquidez deve-se pagar um pouco mais pelos títulos.

Os investidores não têm acesso a um grande histórico desses papéis, logo fica complicado compará-los em termos da volatilidade e do prazo de vencimento a títulos do Tesouro. Ainda que os spreads sejam amplos, é evidente que há um grande risco. A preocupação deles está ainda atrelada à liquidez desses títulos no mercado secundário. Sempre que um novo mercado se inicia, ou seja, a negociação de novos títulos, é um pouco demorada até que a liquidez seja atingida, pois os *dealers* demoram um pouco a perceber que eles podem fazer dinheiro através da negociação desses títulos. O *dealer* precisa ter certeza de que as grandes instituições também se envolverão no negócio e ao mesmo tempo, tais instituições só entram no mercado quando percebem que há liquidez.

Certas características são apresentadas como importantes fatores para tornar certas emissões mais líquidas ou mais negociáveis no mercado, segundo Harris. O mais importante é padronizar os contratos para os instrumentos que são praticamente uniformes de um emissor a outro emissor. Desta maneira o *trader* sabe se ele está negociando um

ativo A ou um ativo B, e sabe ver quais têm estruturas de fluxo de caixa semelhantes.

Os spreads, nesses instrumentos, ao parecerem tão atraentes refletem o pagamento para que o investidor aceite tomar o risco da inexperiência.

Para o investidor, a impressão que se tem, segundo Gootkind – assistente do vice-presidente da Alliance Capital – é que o maior problema ao analisar investimentos em ativos securitizados é que para cada tipo de emissão o investidor se sente em meio a algo totalmente diferente, pois o papel é diferente e ainda a estrutura de pagamento idem. Gootkind diz que não há um único critério para decidir se se deve investir ou não em um papel com essas características. O investidor deve analisar um a um os títulos ou fundos e as respectivas estruturas jurídicas ao invés de criar apenas uma lista de pré-requisitos.

Numa escala de prioridades, alguns investidores afirmam que primeiro eles analisam o preço de oferta do título e depois qualidade do mesmo, a estrutura de pagamento e comparam com os títulos do Tesouro.

O valor de um título é determinado mais pelo seu preço dentro de um mercado do que propriamente pelo ambiente em que o mercado se encontra. As alternativas de investimento, ao olhar para o mercado são baseadas em suposições do tipo “e se...”, ou seja, através de hipóteses da ocorrência de possíveis cenários e as probabilidades a elas relacionadas.

Obviamente, a forma mais rápida de tornar um título desse atrativo para os investidores é aumentar o rendimento oferecido em comparação ao mercado. Uma das grandes dúvidas para o investidor é quanto a incerteza do fluxo de caixa. Não é como comprar um título do Tesouro onde se coloca o dinheiro e sabe-se exatamente quanto se irá receber em algum dia no futuro. Portanto, características que reduzam tal incerteza são a base para uma maior atratividade desse mercado.

Estima-se que este seja um mercado de potencial crescimento. Como foi apresentado, há dois lados a serem analisados: o do originador e o do investidor. Para o investidor é sempre interessante aumentar a cesta de produtos oferecidos nos quais se pode investir. Apesar desse investimento trazer consigo um certo risco, traz também novas oportunidades e mais ferramentas para o investidor. Ao analisar pelo ponto de vista dos originadores constata-se que dada a volatilidade das taxas de juros, as instituições financeiras, os originadores e os vendedores de garantias estão tentando cada vez mais eliminar o risco da taxa de juros de seus balanços. A partir do instante que as barreiras entre os fornecedores e os demandantes de capital se rompem parece razoável pensar que este mercado tem muito

espaço para se desenvolver.

2.4.2 Alocação de investimentos atualmente no Brasil

A tabela abaixo refere-se à emissão primária de títulos ao longo dos últimos 5 anos.

TABELA I – MERCADO DE CAPITAIS – EMISSÃO PRIMÁRIA DE TÍTULOS

Período	Ações	Debêntures	Notas promissórias	CRI's	Quotas de fundos de investimento
2000	1.410	8.748	7.951	172	31
2001	1.353	15.162	5.266	222	22
2002	1.050	14.636	3.876	142	42
2003	230	5.283	2.128	287	8
2004*	3.073	8.845	241	357	7

* Até nov/2004

** Valores em R\$ milhões

Fonte: CVM

Observando os dados apresentados, percebe-se que o mercado de securitização começa a ganhar cada vez mais espaço. Em 2004 os Certificados de Recebíveis foram responsáveis pela emissão de R\$ 357 milhões nesse papel ao passo que apenas R\$ 7 milhões foram emitidos através de quotas de fundos de investimento imobiliário.

Outro dado estatístico está relacionado às aplicações financeiras. Pela tabela a seguir nota-se que no ano de 2004 os fundos de investimento foram responsáveis por 65% das aplicações realizadas. Sendo que a maior parte deste capital (90%) foi investido em fundos de renda fixa, o que demonstra um perfil conservador por parte da grande maioria de investidores.

TABELA II – APLICAÇÕES FINANCEIRAS – (R\$ MILHÕES)

Período	Depósito a prazo	Poupança	FIF*	Multimercado	FIA**	Total Fundos
2003	1.770.617	1.661.808	4.778.016	139.594	406.716	5.324.325
2004***	1.634.999	1.471.869	5.115.606	147.265	405.361	5.668.232

* Fundos Investimento Renda Fixa

** Fundos de Investimento em Ações

***Até outubro

Fonte: CVM

A composição dos fundos de investimento em renda fixa (FIF) é principalmente dada por títulos federais. Segundo dados apresentados pelo Banco Central do Brasil, em fevereiro de 2004 aproximadamente 66% da carteira desse fundos era carregada nesses

títulos. Em segundo lugar, operações compromissadas correspondiam a 19,7% da carteira desses fundos e 11% eram equivalentes ao percentual dado pela soma de títulos privados e debêntures sobre esse total.

Percebe-se, com essas estatísticas que os FIF's carregam consigo, em maior parte, títulos da dívida pública. A questão é: o que aconteceria com os investimentos se a taxa de juros baixasse?

Para tentar responder essa pergunta recorre-se a uma explicação rápida sobre a taxa Selic. Essa é a taxa de juros média dos financiamentos diários com lastro em títulos federais, apurados por um sistema de liquidação diária dos títulos públicos, chamado de Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). Um banco comercial, ao captar recursos com o Banco Central, faz o pagamento com os títulos públicos, na mesma quantidade do dinheiro recebido (lastro em títulos federais), sendo que o Banco Central ainda cobra uma taxa que é a própria Selic. Ao fazer um empréstimo, os bancos comerciais cobram a taxa Selic adicionada a um spread, que é justamente o que lhe trará os lucros. A taxa Selic é fixada em reuniões do Copom (Comitê de Política Monetária), com base em modelos que levam em conta alguns objetivos macroeconômicos como: meta inflacionária, câmbio, hiato do produto (diferença do PIB em potencial e PIB real em uma economia) etc. Por exemplo, quando a inflação sinaliza um aumento que pode vir a ultrapassar a meta anual fixada, o Copom aumenta os juros, desaquecendo desta forma a economia (custo mais alto do capital), o que reduz a demanda por produtos e serviços.

Os títulos da dívida pública, no caso de uma queda da taxa de juros, teriam o seu rendimento comprometido e com isso se equiparariam à poupança. Sendo constatado o baixo rendimento, os investidores provavelmente migrariam para outros investimentos que lhes promettesse um melhor pagamento.

Os CRI's, quotas de FIDCs e commercial papers¹⁰, por exemplo, são papéis que têm seu lastro associado à dívida privada. Nos tempos atuais, estes acabam sendo achatados pelo enorme peso da dívida pública que os FIF's carregam e o mercado de capitais encontra-se, com isso, sufocado. No entanto, os investidores atualmente têm uma notória preferência por investirem o seu dinheiro em fundos conservadores de renda fixa, pois possuem liquidez diária, enquanto que um certificado de recebível, por outro lado, têm

¹⁰ Um commercial paper é uma nota promissória não garantida de curto prazo que é emitida no mercado aberto e que representa a obrigação da corporação emitente. A finalidade original dos commercial papers é fornecer recursos de curto prazo para necessidades sazonais e de capital de giro. Eles fornecem às corporações de alta qualidade de crédito uma forma menos dispendiosa de empréstimos de curto prazo em vez de empréstimos bancários. (*Fabozzi, Frank – Mercados, análise e estratégias de bônus*)

pouca liquidez, visto que o prazo médio do papel é de oito anos.

No longo prazo, tendo em vista um cenário de queda da taxa de juros, é provável que o setor privado seja beneficiado com a migração dos investidores para os seus papéis, tendo-se em mente um rendimento mais atraente aos olhos de quem investe.

3 - Securitização de Recebíveis Imobiliários

A securitização deste tipo de recebíveis refere-se à emissão de instrumentos de securitização que reflitam a carteira de créditos provenientes de transações no setor imobiliários, como a aquisição de residências.

O originador desses créditos, que tem recebíveis imobiliários como parte da sua carteira, assume uma posição de financiador da aquisição imobiliária. Assim, o capital de giro da empresa originadora associa-se ao financiamento dessa carteira. A empresa originadora arca, desta forma, com custos vindos da necessidade da mesma obter financiamento no mercado e também alguns custos indiretos como o comprometimento da capacidade de investimento da empresa nos seus próprios negócios.

Primeiramente ocorre a originação de novos créditos imobiliários para que seja possível montar um portfólio desses recebíveis. Criado tal portfólio, alguns recebíveis serão selecionados para que sejam securitizados.

Em segundo lugar, tais recebíveis são analisados e transferidos para uma Entidade Emissora que se encarregará de fazer a securitização. A entidade emissora e o originador são independentes, no entanto, o originador pode ao mesmo tempo ser gestor dos recebíveis.

No caso da entidade emissora ser uma SPE, esta sociedade fica responsável pela emissão de títulos de investimento que serão colocados no mercado de capitais. A SPE irá receber pagamentos referentes aos recebíveis imobiliários e repassa-los aos detentores de tais títulos de investimento.

3.1 Características da carteira de recebíveis

Os recebíveis imobiliários são atualmente um dos melhores ativos passíveis de serem securitizados, pois reúnem consigo as características necessárias. Pode-se enumerar tais características:

1- Qualidade dos recebíveis

Esse é o primeiro ponto que os investidores analisam. Para que haja um mercado secundário de crédito imobiliário é de suma importância que o crédito apresente credibilidade, em razão da liquidez e garantia. Para ter noção da qualidade que o crédito oferece, analisa-se a qualidade da originação dos créditos e também o histórico de performance dos recebíveis.

Quanto à originação dos créditos, verifica-se o risco de crédito de quem adquiriu, ou seja, a capacidade deste honrar os seus compromissos - segundo FABOZZI, este é chamado risco primário - e a estrutura jurídica da operação e a garantia imobiliária oferecida.

O relatório referente ao histórico de pagamento dos recebíveis deve apresentar os possíveis atrasos ocorridos e a situação atual já que também influencia na qualidade do crédito. Na verdade é justamente essa boa expectativa de performance financeira que ajuda no desenvolvimento de uma boa operação.

2- Fluxo de Caixa

Para que um recebível seja securitizado ele deve apresentar uma projeção de fluxo de caixa.

No caso dos títulos referentes a recebíveis imobiliários, o fluxo de caixa desses títulos está diretamente ligado ao fluxo de caixa dos recebíveis, segundo FABOZZI.

Como a aquisição de um imóvel é o fator gerador de um recebível futuro, fica mais fácil identificar a criação de um fluxo de caixa em tempo futuro e conseqüentemente a idéia de que de fato haverá recebimento. No entanto, esse fluxo de caixa futuro pode sofrer desvios ao longo do decorrer da operação como, por exemplo, atrasos ou antecipação de pagamentos.

3- Portfolio diversificado

Quanto mais diversificada for a carteira, menos impacto fatores externos poderão causar na mesma. A diversificação, portanto, reduz o impacto de fatores exógenos sobre o fluxo de caixa da carteira. Uma forma de diversificar é através da pulverização do crédito como por exemplo: não concentrar todo volume em um só crédito, utilizar imóveis dispersos geograficamente, trabalhar com mercados dispersos.

O volume do crédito originado relaciona-se com o nível de diversificação da carteira. Quanto menor for o volume, maior o número de recebíveis para atingir uma dada emissão e, então, maior diversificação.

Como visto anteriormente, no capítulo referente às agências classificadoras, segundo a diversificação do portfolio é muito importante no processo de classificação de risco (STANDARD & POOR's).

4- Semelhança dos ativos

No caso dos recebíveis imobiliários, a semelhança dos mesmos refere-se ao valor do imóvel, tipo do imóvel, vencimento dos recebíveis, entre outros.

O originador, ao esquematizar a operação que quer realizar, “empacota” os recebíveis de acordo com tais semelhanças.

5- Periodicidade dos pagamentos

A amortização do pagamento deve ser dada no decorrer do tempo e não de uma só vez no final da operação. Aqueles recebíveis que possuem pagamentos periódicos, possuem um fluxo de caixa facilitado, o que também simplifica a cobrança desses recebíveis.

O retorno dos títulos de securitização, em base periódicas, diminui a exposição que o investidor possui ao risco. Os recebíveis imobiliários têm por característica possuírem pagamentos regulares com juros e amortização do principal e ainda representam um fluxo de caixa regular.

6- Possibilidade de Transferência

Através da operação de securitização se dá a transferência dos direitos sobre os recebíveis, em outras palavras, o originador tem direitos sobre o devedor, o adquirente de um imóvel, e vai repassar esses direitos ao ambiente da securitização.

7- Independência em relação ao Originador

O desempenho dos títulos deve replicar o desempenho do portfolio de recebíveis, não estando portanto relacionado ao desempenho do originador. Desta maneira, se a empresa originadora tiver algum problema, este não pode afetar o pagamento dos recebíveis.

3.2 Securitização Imobiliária no Brasil

O Brasil avançou significativamente nos últimos anos, estabelecendo um mercado secundário de hipotecas¹¹. Em 1997 foi editada uma lei que criou o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). Essa lei estabeleceu condições para a securitização e deu início ao desenvolvimento desse novo mercado secundário no país. Essa legislação foi seguida em 1998 e 1999 por resoluções que revisaram o Sistema de Financiamento da Habitação (SFH). A tudo isso se somou a criação das Companhias Securitizadoras e dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's).

No Brasil, embora a escassez de residências tenha se reduzido nas últimas décadas, ainda representa um problema no país. Dentre as principais razões para esse problema destaca-se a falta de um financiamento de longo prazo e o baixo nível de renda da maior parte da população. No passado, o financiamento imobiliário não era possível devido aos altos níveis de inflação e taxas de juros.

Não existia a possibilidade de financiamento de uma residência até a criação do SFH em 1964. No princípio, o SFH passou por um período de grande expansão, porém, posteriormente enfrentou graves crises devido à alta inflação, indexação dos salários e inadimplências.

O sistema é até hoje bastante regulado, dado que os termos e condições das dívidas são também determinados pela regulação, havendo desta forma limites para as taxas de LTV¹², taxas de juros.

Existiam basicamente duas principais fontes de renda mais comuns para o financiamento da casa própria: poupança e FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço). Os tomadores de empréstimo que apenas possuíam tais fontes tinham sérias dificuldades para conseguir condições favoráveis nesse mercado. Desde que a economia começou a se estabilizar (1994), surgiram novas fontes tais como: financiamento por parte das construtoras imobiliárias e fundos imobiliários – sendo o último mais utilizado no caso de estabelecimentos comerciais.

Os tomadores de empréstimo financiam, desta forma, a própria construção. E as construtoras utilizam os recebíveis derivados dessa construção para conseguirem mais financiamentos, inclusive através da securitização dos ativos.

¹¹ Standard & Poor's – *Securitization in Latin America*

¹² LTV (loan to value) – É o coeficiente entre o montante do empréstimo e o valor de mercado do imóvel. Quanto menor este coeficiente, mais proteção terá o credor no caso de inadimplência por parte do tomador e de o imóvel ter que ser executado e vendido. (Fabozzi, Frank – *Mercados, análises e estratégias de bônus*)

Como o SFH não conseguia atender à demanda do setor imobiliário, o governo decidiu reformá-lo através da lei 9514/97, criando o SFI. A nova lei introduziu algumas mudanças como a parte legal do processo no que se refere à promoção de um mercado secundário de hipotecas. O objetivo incluía também o desenvolvimento do mercado primário provendo liquidez ao credor através de um mercado secundário.

A nova lei introduziu o conceito de alienação fiduciária de bens imóveis. No caso das hipotecas, a propriedade imobiliária permanece no nome de uma agente independente até que a dívida seja totalmente paga. Essas mudanças aumentaram a habilidade do prestador em executar uma dívida no caso de não pagamento do tomador do empréstimo. Pelo processo antigo, tal cobrança demoraria em média entre quatro e cinco anos. Agora, com a alienação fiduciária o prestador espera recuperar a propriedade num prazo entre seis meses e um ano.

Ainda houve outras inovações nessa área. A primeira foi a possibilidade de criar companhias de securitização que emitem títulos lastreados em hipotecas adquiridas de instituições financeiras através do CRI.

Existem dois tipos de CRI's: CRI simples e CRI com regime fiduciário. No primeiro caso, a companhia toma o risco do balanço, ou seja, continua como sendo o emissor. Então, a transação é securitizada da companhia lastreada nas dívidas hipotecárias. No segundo caso, a transação é essencialmente securitizada pelo *pool* de hipotecas. A transação não é uma obrigação da companhia securitizadora e não possui o suporte de crédito da mesma.

Ainda que em um patamar inicial, a securitização imobiliária no Brasil já começa a mostrar força e potencial. Segundo dados da COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM), até o mês de novembro 2004, 2,8% do volume total de emissões primárias de títulos¹³ referem-se aos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) emitidos por Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários, ou seja, aproximadamente de R\$357 milhões de reais.

Uma companhia securitizadora, como já mencionado anteriormente, segundo a lei que criou o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) é uma instituição não financeira. Tal companhia adquire e securitiza créditos imobiliários, assim como também recebíveis de alugueis, emitindo e disponibilizando no mercado financeiro os CRI's. Dessa forma, ocorre a integração do mercado imobiliário com o mercado de capitais. Essas securitizadoras são

¹³ Apresentados pelo Bacen

fiscalizadas pela CVM, pois os CRI's são considerados valores mobiliários¹⁴.

Os recebíveis imobiliários correspondem aos créditos imobiliários que as instituições financiadoras (incorporadores ou agentes financeiros) possuem junto a clientes pessoas físicas ou empresas, que tomaram empréstimos para a construção ou aquisição de imóveis. Sendo assim, o agente que financia a compra de imóveis, por exemplo, possui créditos referentes a esses financiamentos e pode vendê-los para que os mesmos sejam transformados em títulos para investimento (CRI).

Os CRI's são um novo tipo de valor mobiliário. Registrados na CVM e liquidados através da CETIP¹⁵, foram criados para permitir a captação de recursos por meio de grandes investidores como fundos de pensão, seguradoras, fundos mútuos de investimento e bancos que buscam títulos de longo prazo para cobrir suas necessidades atuariais. São títulos escriturais e podem ser emitidos em qualquer indexador, sem limite de prazo e com ou sem a figura do agente fiduciário.

No mercado atual, vê-se que a securitização de recebíveis imobiliários está se desenvolvendo, mas encontra no caminho dessa evolução alguns entraves como: conhecimento insuficiente desse mercado por parte dos investidores; histórico ainda pequeno das operações realizadas com sucesso; o mercado primário de recebíveis ainda é rudimentar; diversidade de indexadores; a taxa de juros do país sendo elevada desestimula os originadores a vender os seus recebíveis e também constata-se a falta de padronização dos contratos e de estruturas de operações.

Mesmo que os CRI's emitidos sigam os padrões internacionais de segurança e de mitigação dos riscos, existem muitas dificuldades ao apresentar tais certificados aos investidores no país: os investidores profissionais têm dificuldade em analisar os riscos das operações; difícil acesso aos papéis por pessoas físicas devido ao alto valor unitário do papel; prazos dos CRI's mais longos em comparação às outras aplicações de renda fixa; falta um mercado secundário organizado para esses papéis e isso faz com que os investidores tenham a idéia de que terão que ficar com o papel até o resgate.

Para que os Certificados de Recebíveis Imobiliários tenham um mercado secundário líquido é necessário que eles possuam certas características como: possui rating da emissão com uma nota ao nível de investimento; deve haver uma empresa especializada para fazer a administração dos créditos e monitorar os CRI's; deve possuir um registro num sistema

¹⁴ Segundo a resolução 2.517 do Conselho Monetário Nacional – datada de 29/06/98.

¹⁵ Central de Liquidação e Custódia de Títulos Privados

de negociações eletrônica através da Cetip ou Bolsa de Valores; ter uma estrutura onde os ativos estão de fato completamente segregados dos originadores e os créditos como sendo patrimônio a parte do balanço da Companhia Securitizadora; possui lastro de créditos imobiliários pulverizados onde o percentual máximo de um crédito no total da emissão fosse de 2%.

Com relação aos créditos securitizáveis, estes devem possuir uma relação saldo/ valor de avaliação igual ou menor do que 70%; o devedor deve ser qualificado com base num histórico de pagamentos; não devem existir prestações atrasadas; deve haver um fluxo mensal de prestações; situação fiscal regular; garantia de alienação fiduciária ou hipoteca e a existência de seguros de vida a danos físicos do imóvel também é uma característica.

Espera-se que o percentual de emissões realizadas pelas Securitizadoras Imobiliárias continue crescendo conforme o setor imobiliário for se preparando para a utilização dessa tecnologia financeira que a securitização representa como um dos principais meios para financiar as suas atividades e o mercado de investidores institucionais amplie seu entendimento sobre os riscos e as vantagens dos CRI's.

Ao estabelecer uma comparação entre esse volume e o tamanho do mercado residencial no Brasil, juntamente com a falta de recursos, fica evidente que a securitização pode crescer muito para contribuir de fato com os financiamentos imobiliários de residências.

3.3 Perspectivas

Para uma economia emergente como a brasileira, a estabilidade econômica é um requisito necessário para o desenvolvimento de um mercado de hipotecas. Com o novo SFH/SFI, sob baixa inflação e taxas de juros mais baixas, empréstimos hipotecários podem se tornar um produto interessante para os bancos. Da mesma forma, juros mais baixos podem também colocar os CRI's em uma posição mais competitiva com uma opção interessante para investidores institucionais. Portanto, tal estabilidade econômica fará com que os investidores procurem carteiras de longo prazo, aumentando a demanda de produtos como os CRI's.

Dado que a regulação sobre o setor de residências permanece muito exigente, devem ser feitas reformas no SFH. Por exemplo, a taxa de referência para hipotecas – atualmente a TR – deve mudar. A TR foi criada em 1991 durante a implementação do II Plano Collor e é também usada para remunerar depósitos de poupança. A taxa é calculada como uma

média mensal das taxas CD das 30 maiores instituições financeiras multiplicada por um fator. Esse fator leva em consideração o impacto das taxas sobre a receita e a inflação histórica, e é determinado pelo Banco Central. O cálculo, no entanto, por provocar distorções entre a taxa de juros real e a TR, deve ser substituída.

Outros impedimentos para o desenvolvimento da securitização são a falta de padronização dos contratos para hipotecas e a falta de um histórico desse tipo de empréstimo.

Ainda, é importante ter em mente que a eficiência do novo aparato jurídico implementado permanece sem comprovação. Uma vez que o sistema financeiro começar a emprestar mais ativamente com o SFI, uma base de dados passará a ser formada. A implementação, contudo, do SFI foi um passo significativo para o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de hipotecas no Brasil. Com esse novo embasamento legal, os credores melhoraram consideravelmente a sua posição de risco ao garantirem empréstimos hipotecários, permitindo-os entrar no mercado.

Desde que a visão do investidor seja a de aceitar os CRI's como investimentos de longo prazo, a liquidez desses instrumentos melhorará e também aumentará a disponibilidade de fundos em um mercado primário.

3.4 Legislação

A legislação que trata das operações de securitização de recebíveis imobiliários tem por base a Lei 9.514/97¹⁶, que criou o SFI (Sistema Financeiro Imobiliário), que serve de suporte para as operações de financiamento imobiliário que até então eram atendidas pelo SFH (Sistema Financeiro da Habitação).

Tendo visto experiências vividas por outros países, o Brasil buscou a criação de bases para o desenvolvimento de um sistema de suporte aos financiamentos imobiliários que ligasse o mercado primário (onde originam-se os créditos deste setor) ao mercado secundário (investidores), sem que o Estado precisasse intervir.

Há quem defenda que o Estado deve intervir nos negócios relativos aos clientes sociais enquanto que o SFI deve configurar as suas operações com os padrões do mercado e atender os clientes bancários.

O SFI não se refere exclusivamente ao mercado imobiliário residencial, e sim ao

¹⁶ Em anexo no final do trabalho

mercado imobiliário no seu total, englobando empreendimentos comerciais, por exemplo.

A nova lei ainda alterou bastante o sistema de garantias reais imobiliárias.

3.5 Alienação Fiduciária

“A alienação fiduciária em garantia transfere ao credor o domínio resolúvel e a posse indireta da coisa móvel alienada, independentemente da tradição efetiva do bem, tornando-se o alienante ou devedor em possuidor direto e depositário com todas as responsabilidades e encargos que lhe incumbem de acordo com a lei civil e penal”¹⁷

Alienação Fiduciária, portanto, é uma forma de garantia real, na qual a propriedade de um bem passa do devedor ao credor como garantia de que existe uma dívida.

O sistema de alienação fiduciária estendeu-se aos imóveis através da Lei 9.514/97.

A princípio, fixou-se a idéia de que somente as instituições financeiras poderiam atuar como credores fiduciários. Depois, a jurisprudência alargou esse entendimento para admitir também os consórcios como legitimados. Atualmente, por termos a alienação fiduciária disciplinada pelo Código Civil, particulares podem contratá-la.

Com a nova Lei 10.931, contém uma nova redação do artigo 66 que se refere aos mercados de capitais e ao contrato da alienação financeira no mercado financeiro como garantia de créditos fiscais e previdenciários, o que, amplia o alcance da garantia fiduciária e sustenta a possibilidade dessa modalidade ser contratada por particulares. O artigo 66-B, portanto, salienta a importância de requisitos como taxa de juros, cláusula pena, índice de atualização monetária e comissões. A nova legislação mostra que é possível a alienação fiduciária recair sobre bens fungíveis (que se deterioram com o tempo), títulos de crédito e direitos sobre outras coisas móveis.

A alienação fiduciária, com essa nova visão suportada pela nova legislação, transforma-se mais um meio para movimentação de capital.

Outra alteração significativa com a nova lei diz respeito ao processo judicial de busca e apreensão¹⁸. Segundo esse decreto o credor poderia requerer contra o devedor ou terceiro a busca a apreensão do bem alienado, a qual seria concedida através de uma liminar, desde que comprovada a mora e a inadimplência. A citação seria posterior à apreensão do bem e a contestação seria apresentada em três dias ou o pedido de purgação de mora, caso houvesse o pagamento de 40% do preço financiado.

¹⁷ Lei 4.758/65 – artigo 66

¹⁸ Descrito no Decreto-Lei 911/69

A Lei 10.931 afirma que cinco dias executada a liminar, se consolidam a propriedade e a posse plena e exclusiva do bem no patrimônio do credor fiduciário. Nesse período de tempo, independente do valor pago até essa data, o devedor poderá pagar a integralidade da dívida pendente, onde então, o bem será restituído livre de ônus. O prazo para que seja dada uma resposta será de 15 dias após a execução da liminar de apreensão. Esta resposta pode ser dada ainda que o devedor tenha se valido do depósito, caso ele tenha pago mais e necessite de uma restituição. O juiz irá dizer se o pedindo é ou não improcedente. Caso o seja, este condenará o credor fiduciário, o qual deverá pagar uma multa em favor do devedor, de aproximadamente 50% do valor financiado na origem, atualizado, caso o bem já tenha sido alienado.

Todavia, tem-se que a nova lei além de regular o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, incluiu a alienação fiduciária de bens móveis e imóveis e organizou títulos de crédito novos.

A alienação fiduciária permite que os atrasos de um crédito imobiliário sejam recompostos ao longo de prazos relacionados à necessidade da economia. Apesar de que teoricamente a alienação fiduciária tenha dado origem a um sistema transparente de garantias, na realidade esse tipo de garantia não consegue provar que é eficiente.

Só foi adotada efetivamente no final de 2001, a partir do momento que a Caixa Econômica Federal passou a usá-la como garantia padrão de todos os créditos imobiliários originados. Não é exclusiva do SFI, ou seja, também é utilizada para operações ainda originadas sobre o antigo SFH. Espera-se que o mercado, de forma geral, passe a utilizar esse instrumento.

CONCLUSÃO

A transição pra um mundo onde a securitização seja amplamente adotada não é automática. Existem várias questões estruturais a serem resolvidas. As questões regulatórias, por exemplo, são mais complicadas e a evolução desta nova tecnologia ocorre a um ritmo mais lento. O sistema de crédito brasileiro é dominado pelos bancos e também é considerado fraco. Tais pontos precisam ser solucionados para que a securitização possa avançar.

Um sistema securitizado é superior do que a tradicional forma de conceder empréstimos em alguns aspectos. Primeiro, leva a uma economia melhor pois o tradicional sistema de crédito é muito caro, principalmente para ativos de alta qualidade, sem contar os custos operacionais dos bancos e companhias financeiras. Segundo, assegura uma melhor subscrição de crédito, pois só se pode securitizar ativos onde os créditos subscritos são saudáveis. Para garantir essa qualidade deve-se demandar que o originador dos ativos securitizados retenha pelo menos a perda esperada desses ativos securitizados. Terceiro, provê uma maior diversificação do risco de crédito. Credores mais fracos devem implementar a sua classificação de crédito para obterem mais credibilidade. Quarto, torna os ativos mais líquidos, pois esses títulos são líquidos e podem ser vendidos ou comprados num mercado secundário como qualquer outro título.

O mercado nacional está adotando cada vez mais amplamente o novo modelo de intermediação financeira representado pela securitização. O forte crescimento no volume de emissões, unido com a variedade de classes de ativo-lastro e com o número crescente de participantes, indica que a securitização atende a uma necessidade importante. Os tomadores de recursos que dão origem aos recursos financeiros vêem nessa tecnologia financeira uma maneira mais eficiente de financiar instrumentos de dívida. No entanto, os investidores que aplicam nos títulos emitidos encontram uma relação risco/ retorno atraente, incluindo créditos de prazos diferentes, classificações de risco e níveis de remuneração. O interesse por parte dos investidores confirma-se por meio da quantidade de investidores institucionais por FIDCs. Tais investidores têm alterado o seu perfil em vias da maior estabilidade econômica do país, apresentando-se como um potencial mercado interessado nos títulos provindos de securitização.

Esse mercado possui excelentes expectativas para o futuro, visto que o espaço para o crescimento é muito grande. Novas operações estão sendo estudadas e entrarão no

mercado brevemente. Na área de créditos imobiliários, por exemplo, espera-se a entrada de novas companhias securitizadoras e emissões com maiores volumes.

Tendo em vista a abordagem dada neste trabalho também à parte referente à securitização imobiliária, entende-se que com o tamanho do déficit habitacional brasileiro e o percentual de crédito imobiliário financiado através dessa tecnologia este segmento deverá apresentar um aumento considerável de sua participação no mercado nacional, acompanhado de uma das maiores taxas de crescimento nos próximos anos. Deve-se considerar, todavia que alguns fatores são essenciais para o sucesso do mercado de securitização nesta área: estabilidade macroeconômica que permita operações de longo prazo; a existência de um mercado investidor que libere a demanda de capitais necessários e que esteja disposto a fazer investimentos de longo prazo e que se atraia por títulos securitizados; um ambiente regulatório favorável e também aspectos jurídicos e legais que demonstrem com clareza a constituição dos créditos e garantias associadas à transação.

O Brasil já é um país apto a desenvolver um sistema de securitização mais elaborado, sendo os modelos e processos aplicáveis à realidade brasileira.

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro é o ponto de partida para o financiamento da retomada do crescimento, fornecendo recursos de longo prazo para projetos de grande porte.

Percebe-se que os títulos de capital de risco ou de dívida atendem à redução de taxa de juros, pois geralmente são menos tributados, não estão sujeitos a aplicações compulsórias, têm menos custos administrativos e recebem ratings, o que acaba reduzindo os prêmios de risco.

Os investidores institucionais têm captado um grande volume de recursos, maior ainda do que a captação dos depósitos bancários. Ao se estabilizar a dívida pública, a tendência é que o capital seja redirecionado para o setor privado.

A securitização de recebíveis e ativos têm demonstrado grandes avanços por meio da colocação de títulos com lastro nos fluxos de caixa gerados por ativos, recebíveis e projetos que são emitidos por empresas não financeiras e são postos no mercado.

No que tange as iniciativas de auto-regulação, nota-se que nos últimos tempos criaram-se mecanismos de negociação para promover maior segurança e transparência, assim como custos mais baixos para um aperfeiçoamento do mercado. Essas iniciativas são indispensáveis para a liquidez e a formação de preços para papéis de renda fixa e renda variável.

A securitização de recebíveis gera títulos com avaliação de risco por agências de rating que são transacionados no mercado secundário. Para os originadores, é uma operação vantajosa, pois reduz a alavancagem financeira e alonga os prazos de financiamento. É um importante instrumento de acesso das empresas ao mercado de capitais, pois se avaliam os ativos securitizados e não somente as empresas.

As vantagens, na ótica dos investidores, referem-se à presença de uma avaliação de risco de crédito como também de garantias independentes.

Embora o volume de operações ainda seja tímido no Brasil, o BACEN e a CVM criaram um ambiente regulatório para as operações de securitização e FIDCs que é considerado moderno e adequado.

É essencial que o mercado secundário funcione de forma eficiente para atender os objetivos e permitir a oferta de financiamentos de longo prazo. Mesmo para os investidores com objetivos de longo prazo, a garantia de liquidez é fundamental para a alocação de seus recursos em títulos com essa maturidade. Sem esse mercado formado, a taxa de retorno dos ativos fica comprometida, tal como a valorização dos investimentos.

Para reativar o mercado, faz-se necessário minimizar os spreads e os custos operacionais. A criação da conta de investimento, por exemplo, foi um passo importante na melhoria das condições de mercado.

Conclui-se que a retomada do crescimento, com diminuição da dívida pública e da vulnerabilidade com relação ao setor externo é limitada e está atrelada a uma combinação ótima do crescimento do PIB, superávit primário, taxas de juros da dívida pública e do desempenho das contas externas no que diz respeito à atratividade e competitividade da economia brasileira em relação aos investimentos diretos estrangeiros.

BIBLIOGRAFIA

- Curso de securitização de ativos financeiros
Uqbar – Prof. Carlos Augusto Lopes
- Participação no 7º Seminário de Securitização
Moody’s América Latina Ltda.
São Paulo – Outubro 2004.
- Kendall, Leon T. – A Primer on Securitization
Cambridge, MA, USA: MIT Press, 1996
- Fabozzi, Frank – Mercados, Análises e Estratégias de Bônus
Rio de Janeiro – Qualitymark – Ed. 2000.
- Zweig, Phillip L. – The Asset Securitization Handbook
Homewood, Illinois
- Relatório da Bovespa “O Mercado de Capitais: Sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil” – Maio 2000
Nóbrega, Mailson da / Loyola, Gustavo
- Campbell, T. and W. Kracaw, 1993. Securitization. Financial Institutions and Capital Markets. New York. Harper Collins.
- Relatório Standard & Poor’s Structure Finance
Securitization in Latin America – 2000
- Stanton, Sonia – FRBNY Economic Policy Review/ May 2002. (artigo)
- Katz, Jane – “Getting Secure”
Regional Review; Vol. 7 (artigo)
- Benz, Matthew “Securitization: Who it’s right for, and when”
Billboard 27/04/2002 – Vol 114 (artigo)
- Reportagem “Dinheiro mais cedo em caixa”
Revista Capital Aberto
Ed. Julho 2004.
- Reportagem “Festa Imobiliária”
Revista Capital Aberto
Ed. Julho 2004.
- Reportagem “Cesta de Recebíveis”
Revista Capital Aberto
Ed.: Novembro 2004.

- Reportagem “Fundos de Recebíveis”
Valor Econômico – Setembro 2004.
- Relatório da Pentágono Research
- Reportagem “ Recebíveis no Cardápio”
Valor Econômico – Outubro 2004.
- Reportagem “Selic, vedete até quando?”
Investidor Institucional – Outubro 2004.
- Pesquisa de legislação
 - Instrução CVM 356 de 07/12/2001 – Regulamenta a constituição e funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FICFIDC).
 - Instrução 393 de 22/07/2003 – Altera a Instrução CVM 356 e revoga a Instrução 302.
 - Instrução 302 de 05/05/1999 – Identifica os “investidores qualificados”.
 - Resolução 2907
 - Resolução 2686
 - Lei 9514/ 97

ANEXO I

INSTRUÇÃO CVM Nº 356, DE 17 DE DEZEMBRO DE 2001

Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

DO ÂMBITO E FINALIDADE

Art. 1º - A presente Instrução dispõe sobre normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC e de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FICFIDC.

DAS DEFINIÇÕES

Art. 2º

I – direitos creditórios: os direitos e títulos representativos destes direitos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como em outros ativos financeiros e modalidades de investimento admitidos nos termos desta instrução;

II – cessão de direitos creditórios: a transferência pelo cedente, credor originário ou não, de seus direitos creditórios para o FIDC, mantendo-se inalterados os restantes elementos da relação obrigacional;

III – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC: uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios;

IV – Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FICFIDC: uma comunhão de recursos que destina no mínimo 95% (noventa e cinco por cento) do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em cotas de FIDC;

V – fundo aberto: o condomínio em que os condôminos podem solicitar resgate de cotas, em conformidade com o disposto no regulamento do fundo;

VI – fundo fechado: o condomínio cujas cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou em virtude de sua liquidação, admitindo-se, ainda, a amortização de cotas por disposição do regulamento ou por decisão da assembléia geral de cotistas;

VII – parcela preponderante: é aquela que excede 50% (cinquenta por cento) do patrimônio líquido do fundo;

VIII – investidor qualificado: é aquele definido como tal pela regulamentação editada pela CVM relativamente aos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários;

IX – cedente: aquele que realiza cessão de direitos creditórios para o FIDC;

X – custodiante: é a pessoa jurídica credenciada na CVM para o exercício da atividade de prestador de serviço de custódia fungível;

XI – cota sênior: aquela que não se subordina às demais para efeito de amortização e resgate;

XII – cota subordinada: aquela que se subordina à cota sênior ou a outras cotas subordinadas, para efeito de amortização e resgate;

XIII – amortização: é o pagamento aos cotistas do fundo fechado de parcela do valor de suas cotas, sem redução do seu número.

DA CONSTITUIÇÃO E DAS CARACTERÍSTICAS GERAIS

Art. 3º Os fundos regulados por esta instrução terão as seguintes características:

I – serão constituídos na forma de condomínio aberto ou fechado;

II – somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado;

III – serão classificados ou terão os seus ativos classificados por agência classificadora de risco em funcionamento no País; e

IV – terão valor mínimo para realização de aplicações de R\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil reais).

Art. 4º A denominação do fundo não pode conter termos incompatíveis com o seu objetivo, devendo constar a expressão "Fundo de Investimento em Direitos Creditórios" ou "Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios", conforme o caso, identificando, ainda, o direcionamento de parcela preponderante de seus recursos para segmento ou segmentos específicos, quando houver.

Art. 5º O fundo é regido pelas normas em vigor e pelas disposições constantes do seu regulamento elaborado em conformidade com a presente instrução, devendo divulgar suas principais características junto ao público através de um prospecto elaborado em conformidade com a presente instrução.

Art. 6º As taxas, as despesas e os prazos adotados pelo fundo devem ser idênticos para todos os condôminos.

Parágrafo único. Na hipótese de o regulamento do fundo prever a existência de mais de uma classe de cotas, nos termos do art. 12, o disposto no *caput* deste artigo deve ser observado em relação a cada classe de cotas.

Art. 7º A constituição do fundo deve ser deliberada por seu administrador, que, no mesmo ato, deve aprovar também o inteiro teor do seu regulamento.

Art. 8º O funcionamento dos fundos regulados por esta instrução depende do prévio protocolo na CVM dos seguintes documentos:

I – documento contendo a deliberação de constituição e o inteiro teor de seu regulamento, em duas vias, devidamente rubricadas e assinadas;

II – dois exemplares do prospecto;

III – material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo;

IV – nome do auditor independente, do custodiante e da agência classificadora de risco, contratados pelo administrador do fundo;

V – a designação de diretor ou sócio-gerente da instituição administradora, nos termos da Resolução do CMN nº 2.451, de 27 de novembro de 1997, com as modificações introduzidas pela Resolução CMN no 2.486, de 30 de abril de 1998, para responder, civil e criminalmente, pela gestão, supervisão e acompanhamento do fundo, bem como pela prestação de informações a esse relativas;

VI – declaração firmada pelo diretor ou sócio-gerente, designado nos termos do inciso anterior, de que:

a) está ciente de suas obrigações para com o fundo;

b) é responsável pela movimentação dos direitos creditórios;

c) é responsável, nos termos da legislação em vigor, inclusive perante terceiros, pela ocorrência de fraude, negligência, imprudência ou imperícia na administração do fundo, sujeitando-se, ainda, à aplicação das penalidades de suspensão ou inabilitação para cargos de direção em instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

VII – declaração firmada pelo administrador do fundo de que se compromete a seguir as normas desta instrução e de que o regulamento do referido fundo está em conformidade com a legislação vigente, nos termos do Anexo I desta instrução;

VIII – formulário cadastral devidamente preenchido nos termos do Anexo II desta instrução, para o administrador do fundo e, se for o caso, para o gestor da carteira do fundo.

§ 1º No caso de fundo fechado, a cada distribuição de cotas, devem ser previamente protocolados na CVM também os seguintes documentos:

I – declaração, do administrador do fundo, de que o contrato de distribuição com instituição integrante do sistema de distribuição foi firmado, quando for o caso;

II – informação quanto ao número máximo e mínimo de cotas a serem distribuídas, o valor da emissão e outras informações relevantes sobre a distribuição;

III – minuta do anúncio de início de distribuição a ser publicado, previamente à distribuição de cotas, no periódico utilizado para divulgação das informações do fundo;

IV – minuta do anúncio de encerramento de distribuição, que deve ser publicado, após o encerramento da distribuição de cotas, no mesmo periódico mencionado no inciso anterior; e

V – qualquer informação adicional que venha a ser disponibilizada aos potenciais investidores.

§ 2º Não poderá ser iniciada nova distribuição de cotas antes de totalmente integralizada a distribuição anterior.

§ 3º Previamente ao início da distribuição de cotas, o documento de constituição e o regulamento do fundo devem ser registrados em cartório de títulos e documentos.

§ 4º O diretor ou sócio-gerente indicado, sem prejuízo do atendimento das determinações estabelecidas na regulamentação em vigor, deve elaborar demonstrativos trimestrais evidenciando que as operações praticadas pelo fundo estão em consonância com a política de investimento prevista em seu regulamento e com os limites de composição e de diversificação a ele aplicáveis, bem como que as modalidades de negociação foram realizadas a taxas de mercado.

§ 5º Os demonstrativos referidos no parágrafo anterior devem ser enviados à CVM e permanecer à disposição dos condôminos do fundo, bem como ser examinados por ocasião da auditoria independente.

§ 6º Para efeito do disposto no § 4º deste artigo, deve ser considerado o calendário do ano civil.

Art. 9º A CVM poderá determinar a liquidação do fundo, nas seguintes situações, sem prejuízo de outras que venha a identificar:

I – no caso de fundo aberto, quando não tiver alcançado, no prazo de 90 (noventa) dias a contar da data do protocolo na CVM dos documentos referidos no art. 8º desta instrução, o patrimônio líquido médio referido no inciso III deste artigo;

II – no caso de fundo fechado, quando não for subscrita a totalidade das cotas representativas do seu patrimônio inicial, no prazo de 180 (cento e oitenta) dias a contar do protocolo na CVM dos documentos referidos no art. 8º desta instrução, bem como em seu § 1º, quando for o caso;

III – na hipótese de o fundo manter patrimônio líquido médio inferior a R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), pelo período de 3 (três) meses consecutivos.

§ 1º No caso previsto no inciso III deste artigo, o fundo poderá alternativamente ser incorporado a outro FIDC ou FICFIDC.

§ 2º A CVM, em virtude de solicitação fundamentada e a seu exclusivo critério, poderá prorrogar os prazos previstos nos incisos I, II e III deste artigo, por outro período, no máximo, igual ao prazo inicial.

Art. 10º O administrador deve encaminhar à CVM, no prazo de 10 (dez) dias da data da primeira integralização de cotas do fundo, as seguintes informações:

I – número de inscrição do fundo no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica - CNPJ; e

II – a data da primeira integralização de cotas do fundo.

Parágrafo único. No caso de fundo fechado, o administrador deverá informar à CVM a data do encerramento de cada distribuição de cotas.

DAS COTAS

Art. 11.º As cotas do fundo devem ser nominativas e mantidas em conta de depósitos em nome de seus titulares.

Art. 12.º As cotas seniores terão uma única classe, admitindo-se a emissão de outras classes, desde que subordinadas às cotas seniores, para efeito de amortização e resgate.

Art. 13.º As cotas do fundo só podem ser colocadas por instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Art. 14.º As cotas do fundo devem ter seu valor calculado pelo menos por ocasião das demonstrações financeiras mensais e anuais mediante a utilização de metodologia de apuração do valor de mercado dos direitos creditórios e dos demais ativos financeiros integrantes da respectiva carteira, de acordo com critérios consistentes e passíveis de verificação, amparada por informações externas e internas que levem em consideração aspectos relacionados ao devedor, aos seus garantidores e às características da correspondente operação.

Art. 15.º A aplicação, a amortização e o resgate de cotas do fundo podem ser efetuados em cheque, ordem de pagamento, débito e crédito em conta corrente ou documento de ordem de crédito.

§ 1º Em se tratando de cotas subordinadas, admite-se, nos termos do regulamento do fundo, que a aplicação, a amortização e o resgate sejam efetuados em direitos creditórios.

§ 2º Para fins do disposto no § 1º deste artigo, durante a vigência da Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira – CPMF, as aplicações, amortizações e resgates em direitos creditórios devem observar os seguintes procedimentos:

I – a integralização de cotas deverá ser realizada através de cheque ou documento de ordem bancária (DOC), concomitantemente à venda, pelo cedente, de direitos creditórios em valor correspondente ao líquido integralizado, na forma e proporção estabelecidas no respectivo regulamento e demais disposições aplicáveis; II – a amortização e o resgate de cotas será efetivado em cheque ou documento de ordem bancária (DOC) simultaneamente à compra, pelo cedente, de direitos creditórios, em valor correspondente ao líquido amortizado ou resgatado, na forma e proporção estabelecidas no respectivo regulamento e demais disposições aplicáveis.

Art. 16.º Na emissão de cotas do fundo deve ser utilizado, conforme disposto no regulamento respectivo, o valor da cota em vigor no próprio dia ou no primeiro dia útil subsequente ao da efetiva disponibilidade dos recursos confiados pelo investidor à instituição administradora, em sua sede ou dependências.

Parágrafo único. Para o cálculo do número de cotas a que tem direito o investidor, devem ser deduzidas do valor entregue à instituição administradora as taxas ou despesas convencionadas no regulamento do fundo.

Art. 17.º A cota do fundo poderá ser negociada em bolsa de valores ou em mercado de balcão, cabendo ao intermediário assegurar a condição de investidor qualificado do adquirente das cotas.

Parágrafo único. Para efeito da negociação de cotas do fundo, deve ser observado o disposto nos art. 3º, inciso II, 11 e 55 desta Instrução.

Art. 18.º A amortização e o resgate de cotas deve ser efetivado no prazo disposto no regulamento do fundo.

Art. 19.º O regulamento do fundo deve dispor sobre a efetivação de resgate de cotas em feriados na praça em que estiver sediada a instituição administradora.

DA DISTRIBUIÇÃO DE COTAS DOS FUNDOS FECHADOS

Art. 20.º O anúncio do início de distribuição de cotas do fundo fechado deve conter:

I – nome do fundo;

II – nome e endereço do administrador do fundo;

III – nome e endereço das instituições responsáveis pela distribuição;

IV – política de investimento e principais características do fundo;

V – classificação de risco, nos termos do art. 3º, inciso III, instrução;

VI – mercado onde as cotas do fundo são negociadas;

VII – condições de subscrição e integralização de cotas;

VIII – data do início da distribuição;

IX – esclarecimento de que maiores informações e cópia do prospecto e regulamento podem ser obtidas nas instituições responsáveis pela distribuição de cotas ou na CVM;

X – a referência do protocolo na CVM dos documentos referidos no art. 8º e seu § 1º, ambos desta Instrução;

XI – os dizeres, de forma destacada: "A CVM não garante a veracidade das informações prestadas e, tampouco, faz julgamento sobre a qualidade do fundo, de seu administrador ou das cotas a serem distribuídas". § 1º Após a distribuição inicial de cotas do fundo fechado, ao realizar-se novas distribuições, elas deverão ser integralmente subscritas no prazo de 180 (cento e oitenta) dias a contar do protocolo na CVM dos documentos referidos no art. 8º, § 1º, desta instrução, procedendo-se ao cancelamento da distribuição caso o prazo seja superado.

§ 2º A CVM, em virtude de solicitação fundamentada e a seu exclusivo critério, poderá prorrogar o prazo previsto no parágrafo anterior por outro período, no máximo, igual ao prazo inicial.

Art. 21^º. O anúncio de encerramento da distribuição de cotas do fundo fechado deve conter:

- I – nome do fundo;
- II – nome e endereço do administrador do fundo;
- III – nome e endereço das instituições responsáveis pela distribuição;
- IV – quantidade e valor total das cotas distribuídas;
- V – data do encerramento da distribuição;
- VI – os dizeres, de forma destacada: "Este anúncio é de caráter exclusivamente informativo, não se tratando de oferta de venda de cotas".

Art. 22^º. A CVM pode, a seu critério, e em função das características da distribuição, dispensar a publicação dos anúncios de distribuição.

DO PROSPECTO

Art. 23^º O investidor, por ocasião de seu ingresso como condômino do fundo, deve receber prospecto contendo, no mínimo, as informações referidas no art. 24 desta instrução.

§ 1º Cabe à instituição administradora a responsabilidade de comprovar que o investidor recebeu o prospecto de que trata o caput.

§ 2º A colocação do prospecto de que trata o caput à disposição do condômino não desobriga a instituição administradora de providenciar a adesão do condômino ao regulamento do fundo.

§ 3º O prospecto também deve conter informações sobre a classificação de risco do fundo ou dos direitos creditórios e demais ativos integrantes da respectiva carteira.

DO REGULAMENTO

Da Disposição do regulamento

Art. 24^º. O regulamento do fundo deve prever, no mínimo, o seguinte:

- I – forma de constituição, se condomínio aberto ou fechado;
 - II – taxa de administração ou critério para sua fixação;
 - III – taxa de desempenho ou de performance, quando for o caso e critério detalhado sobre a sua cobrança;
 - IV – demais taxas e despesas;
 - V – política de investimento, discriminando inclusive os critérios de elegibilidade dos direitos creditórios;
 - VI – condições para emissão, negociação, amortização e resgate de cotas, prevendo inclusive:
 - a) a eventual existência de mais de uma classe de cotas, hipótese em que devem ser especificadas as características, os direitos e obrigações de cada uma das classes, assegurando-se que as cotas subordinadas somente poderão ser resgatadas após o resgate das cotas seniores;
 - b) que na amortização de cotas de fundos fechados deverá ser assegurado que as cotas subordinadas somente poderão ser amortizadas após a amortização das cotas seniores; e
 - c) a possibilidade de aplicação, amortização e resgate em direitos creditórios, observado o disposto no art. 15 desta instrução.
 - VII – prazo de carência e/ou intervalo de atualização do valor da cota para fins do respectivo resgate, em se tratando de fundo aberto;
 - VIII – prazo de duração do fundo, que deverá ser determinado ou indeterminado;
 - IX – critérios de divulgação de informações aos condôminos;
 - X – informações sobre:
 - a) a natureza dos direitos creditórios a serem adquiridos e dos instrumentos jurídicos, contratos ou outros documentos representativos do crédito;
 - b) descrição dos processos de origem dos direitos creditórios e das políticas de concessão dos correspondentes créditos; e
 - c) descrição dos mecanismos e procedimentos de cobrança dos direitos creditórios, inclusive inadimplentes, coleta e pagamento/ rateio destas despesas entre os membros do condomínio, caso assim seja determinado pelo regulamento do fundo.
 - XI – quando for o caso, referência à contratação de terceiros, com a identificação e qualificação da pessoa jurídica contratada, para prestar os seguintes serviços:
 - a) gestão da carteira do fundo;
 - b) consultoria especializada; e
 - c) custódia.
 - XII – possibilidade de nomeação de representante de condôminos, nos termos do art. 31 desta instrução;
 - XIII – metodologia de avaliação dos ativos do fundo.
- § 1º A definição da política de investimento deve especificar:
- I – as características gerais de atuação do fundo, entre as quais os requisitos de composição e de diversificação da carteira, os riscos de crédito e de mercado e os demais riscos envolvidos;
 - II – se for o caso, o segmento onde o fundo preponderantemente vai atuar;
 - III – a possibilidade de realização de aplicações que coloquem em risco o patrimônio do fundo;
 - IV – a possibilidade de realização de operações nas quais a instituição administradora atue na condição de contraparte do fundo;

V – que as aplicações no fundo não contam com garantia da instituição administradora ou do Fundo Garantidor de Créditos - FGC;

VI – os limites para a realização de aplicações do fundo em direitos creditórios da instituição administradora e/ou de sua coobrigação, bem como de seu controlador, de sociedades por ela direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum.

§ 2o A CVM pode determinar alterações no regulamento do fundo, caso haja cláusulas em desacordo com o disposto nesta Instrução.

Da Alteração do regulamento

Art. 25^o As modificações aprovadas pela Assembléia Geral de cotistas passam a vigorar a partir da data do protocolo na CVM dos seguintes documentos:

I – lista de cotistas presentes na assembléia geral;

II – cópia da ata da assembléia geral;

III – exemplar do regulamento, consolidando as alterações efetuadas, devidamente registrado em cartório de títulos e documentos.

IV – modificações procedidas no prospecto.

DA ASSEMBLÉIA GERAL

Da Competência

Art. 26^o É da competência privativa da assembléia geral de condôminos:

I – tomar anualmente, no prazo máximo de quatro meses após o encerramento do exercício social, as contas do fundo e deliberar sobre as demonstrações financeiras desse;

II – alterar o regulamento do fundo;

III – deliberar sobre a substituição da instituição administradora;

IV – deliberar sobre a elevação da taxa de administração praticada pela instituição administradora, inclusive na hipótese de restabelecimento de taxa que tenha sido objeto de redução;

V – deliberar sobre incorporação, fusão, cisão ou liquidação do fundo.

Parágrafo único. O regulamento do fundo, em consequência de normas legais ou regulamentares ou de determinação da CVM, pode ser alterado independentemente de realização de assembléia geral, hipótese em que deve ser providenciada, no prazo máximo de trinta dias, a divulgação do fato aos condôminos.

Art. 27^o Além da reunião anual de prestação de contas, a assembléia geral pode reunir-se por convocação da instituição administradora ou de condôminos possuidores de cotas que representem, no mínimo, 5% (cinco por cento) do total.

Da Convocação

Art. 28. A convocação da assembléia geral deve ser feita mediante anúncio publicado no periódico utilizado para a divulgação de informações do fundo ou por meio de carta com aviso de recebimento endereçada a cada condômino, do qual devem constar dia, hora e local de realização da assembléia e os assuntos a serem tratados.

§ 1o A convocação da assembléia geral deve ser feita com 10 (dez) dias de antecedência, no mínimo, contado o prazo da data de publicação do primeiro anúncio ou do envio de carta com aviso de recebimento aos condôminos.

§ 2o Não se realizando a assembléia geral, deve ser publicado novo anúncio de segunda convocação ou novamente providenciado o envio de carta com aviso de recebimento aos condôminos, com antecedência mínima de cinco dias.

§ 3o Para efeito do disposto no parágrafo anterior, admite-se que a segunda convocação da assembléia geral seja providenciada juntamente com o anúncio ou carta de primeira convocação.

§ 4o Salvo motivo de força maior, a assembléia geral deve realizar-se no local onde a instituição administradora tiver a sede; quando efetuar-se em outro local, os anúncios ou as cartas endereçadas aos condôminos devem indicar, com clareza, o lugar da reunião, que em nenhum caso pode realizar-se fora da localidade da sede.

§ 5o Independentemente das formalidades previstas neste artigo, deve ser considerada regular a assembléia geral a que comparecerem todos os condôminos.

Do Processo e Deliberação

Art. 29^o Na assembléia geral, a ser instalada com a presença de pelo menos um condômino, as deliberações devem ser tomadas pelo critério da maioria de cotas dos condôminos presentes, correspondendo a cada cota um voto, ressalvado o disposto no § 1o deste artigo.

§ 1o As deliberações relativas às matérias previstas no art. 26, incisos III a V, desta instrução serão tomadas em primeira convocação pela maioria das cotas emitidas e, em segunda convocação, pela maioria das cotas dos presentes.

§ 2o Somente podem votar na assembléia geral os cotistas do fundo, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de um ano.

§ 3o Não têm direito a voto na assembléia geral a instituição administradora e seus empregados, salvo quando se tratar de fundo destinado exclusivamente a esses.

§ 4o Na hipótese de existência de mais de uma classe de cotas, conforme admitido nos termos do art. 12, o regulamento do fundo deve dispor sobre o exercício do direito de voto na assembléia geral em relação a cada classe de cotas.

Art. 30.^o As decisões da assembléia geral devem ser divulgadas aos condôminos no prazo máximo de trinta dias de sua realização.

Parágrafo único. A divulgação referida no caput deve ser providenciada mediante anúncio publicado no periódico utilizado para a divulgação de informações do fundo ou por meio de carta com aviso de recebimento endereçada a cada condômino.

Da Eleição de Representante dos Condôminos

Art. 31.^o A assembléia geral pode, a qualquer momento, nomear um ou mais representantes para exercerem as funções de fiscalização e de controle gerencial das aplicações do fundo, em defesa dos direitos e dos interesses dos condôminos.

Parágrafo único. Somente pode exercer as funções de representante de condôminos pessoa física ou jurídica que atenda aos seguintes requisitos:

I – ser condômino;

II – não exercer cargo ou função na instituição administradora, em seu controlador, em sociedades por ele direta ou indiretamente controladas e em coligadas ou outras sociedades sob controle comum;

III – não exercer cargo em empresa cedente de direitos creditórios integrantes da carteira do fundo.

DA ADMINISTRAÇÃO

Das Disposições Gerais

Art. 32.^o A administração do fundo pode ser exercida por banco múltiplo, por banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, por banco de investimento, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários.

Parágrafo único. Qualquer alteração cadastral relativa ao administrador do fundo deve ser comunicada à CVM, no prazo de 15 (quinze) dias, contados de sua ocorrência.

Das Obrigações do Administrador do Fundo

Art. 33.^o A instituição administradora, observadas as limitações deste regulamento, tem poderes para praticar todos os atos necessários à administração do fundo e para exercer os direitos inerentes aos direitos creditórios que integrem a carteira do fundo.

Art. 34.^o Incluem-se entre as obrigações da instituição administradora:

I – manter atualizados e em perfeita ordem:

a) a documentação relativa às operações do fundo;

b) o registro dos condôminos;

c) o livro de atas de assembléias gerais;

d) o livro de presença de condôminos;

e) o prospecto de que trata o art. 23 desta Instrução;

f) os demonstrativos trimestrais de que trata o art. 8o, § 4o, desta Instrução;

g) o registro de todos os fatos contábeis referentes ao fundo;

h) os relatórios do auditor independente;

II – receber quaisquer rendimentos ou valores do fundo diretamente ou por meio de instituição contratada, nos termos do art. 39, inciso III, desta Instrução;

III – entregar ao condômino, gratuitamente, exemplar do regulamento do fundo, bem como cientificá-lo do nome do periódico utilizado para divulgação de informações e da taxa de administração praticada;

IV – divulgar, na periodicidade prevista no regulamento do fundo, no periódico referido no inciso anterior, além de manter disponíveis em sua sede e agências e nas instituições que coloquem cotas desse, o valor do patrimônio líquido do fundo, o valor da cota, as rentabilidades acumuladas no mês e no ano civil a que se referirem, e os relatórios das agências classificadoras de risco contratadas pelo fundo;

V – custear as despesas de propaganda do fundo;

VI – fornecer anualmente aos condôminos documento contendo informações sobre os rendimentos auferidos no ano civil e, com base nos dados relativos ao último dia do mês de dezembro, sobre o número de cotas de sua propriedade e respectivo valor;

VII – sem prejuízo da observância dos procedimentos relativos às demonstrações financeiras, previstas nesta instrução, manter, separadamente, registros analíticos com informações completas sobre toda e qualquer modalidade de negociação realizada entre a mesma e o fundo;

VIII – providenciar trimestralmente, no mínimo, a atualização da classificação de risco do fundo ou dos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo.

Parágrafo único. A divulgação das informações previstas no inciso IV deste artigo pode ser providenciada por meio de entidades de classe de instituições do Sistema Financeiro Nacional, desde que realizada em periódicos de ampla veiculação, observada a responsabilidade do administrador designado nos termos do art. 8o desta instrução pela regularidade na prestação dessas informações.

Art. 35.^o É vedado à instituição administradora:

I – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma nas operações praticadas pelo fundo, inclusive quando se tratar de garantias prestadas às operações realizadas em mercados de derivativos;

II – utilizar ativos de sua própria emissão ou coobrigação como garantia das operações praticadas pelo fundo;

III – efetuar aportes de recursos no fundo, de forma direta ou indireta, a qualquer título, ressalvada a hipótese de aquisição de cotas deste.

§ 1º As vedações de que tratam os incisos I a III deste artigo abrangem os recursos próprios das pessoas físicas e das pessoas jurídicas controladoras da instituição administradora, das sociedades por elas direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum, bem como os ativos integrantes das respectivas carteiras e os de emissão ou coobrigação dessas.

§ 2º Excetuam-se do disposto no parágrafo anterior os títulos de emissão do Tesouro Nacional, os títulos de emissão do Banco Central do Brasil e os créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, além dos títulos públicos estaduais, integrantes da carteira do fundo.

Art. 36º. É vedado à instituição administradora, em nome do fundo:

I – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto quando se tratar de margens de garantia em operações realizadas em mercados de derivativos;

II – realizar operações e negociar com ativos financeiros ou modalidades de investimento não previstos neste regulamento;

III – aplicar recursos diretamente no exterior;

IV – adquirir cotas do próprio fundo;

V – pagar ou ressarcir-se de multas impostas em razão do descumprimento de normas previstas neste regulamento;

VI – vender cotas do fundo a prestação;

VII – vender cotas do fundo a instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil cedentes de direitos creditórios, exceto quando se tratar de cotas cuja classe se subordine às demais para efeito de resgate;

VIII – prometer rendimento predeterminado aos condôminos;

IX – fazer, em sua propaganda ou em outros documentos apresentados aos investidores, promessas de retiradas ou de rendimentos, com base em seu próprio desempenho, no desempenho alheio ou no de ativos financeiros ou modalidades de investimento disponíveis no âmbito do mercado financeiro;

X – delegar poderes de gestão da carteira desse, ressalvado o disposto no art. 39, inciso II, desta Instrução;

XI – obter ou conceder empréstimos, admitindo-se a constituição de créditos e a assunção de responsabilidade por débitos em decorrência de operações realizadas em mercados de derivativos;

XII – efetuar locação, empréstimo, penhor ou caução dos direitos e demais ativos integrantes da carteira do fundo, exceto quando se tratar de sua utilização como margem de garantia nas operações realizadas em mercados de derivativos.

Da Substituição do Administrador

Art. 37º. A instituição administradora, mediante aviso divulgado no periódico utilizado para a divulgação de informações do fundo ou por meio de carta com aviso de recebimento endereçada a cada condômino, pode renunciar à administração do fundo, desde que convoque, no mesmo ato, assembléia geral para decidir sobre sua substituição ou sobre a liquidação desse, nos termos desta instrução.

Parágrafo único. Nas hipóteses de substituição da instituição administradora e de liquidação do fundo, aplicam-se, no que couber, as normas em vigor sobre responsabilidade civil ou criminal de administradores, diretores e gerentes de instituições financeiras, independentemente das que regem a responsabilidade civil da própria instituição administradora.

DO CUSTODIANTE

Art. 38º. O custodiante é responsável pelas seguintes atividades:

I – receber e analisar a documentação que evidencie o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços;

II – validar os direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento do fundo;

III – realizar a liquidação física e financeira dos direitos creditórios, evidenciados pelo instrumento de cessão de direitos e documentos comprobatórios da operação;

IV – fazer a custódia, administração, cobrança e/ou guarda de documentação relativos aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo;

V – emitir avisos de vencimento aos sacados, evidenciando a cessão de direitos creditórios ao fundo;

VI – diligenciar para que seja mantida, às suas expensas, atualizada e em perfeita ordem a documentação dos direitos creditórios, com metodologia pré-estabelecida e de livre acesso para auditoria independente, agência classificadora de risco contratada pelo fundo e órgãos reguladores; e

VII – cobrar e receber, por conta e ordem de seus clientes, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos na conta de depósitos dos mesmos.

DA CONTRATAÇÃO DE SERVIÇOS

Art. 39º. A instituição administradora pode, sem prejuízo de sua responsabilidade e do diretor ou sócio-gerente designado, mediante deliberação da assembléia geral de condôminos ou desde que previsto no regulamento do fundo, contratar serviços de:

I – consultoria especializada, objetivando a análise e seleção de direitos creditórios e demais ativos para integrarem a carteira do fundo;

II – gestão da carteira do fundo com terceiros devidamente identificados, nos termos do Anexo II desta instrução;

III – custódia.

§ 1º Os poderes de gestão referidos no inciso II deste artigo somente podem ser delegados a pessoas jurídicas domiciliadas ou com sede no País, integrantes ou não do Sistema Financeiro Nacional.

§ 2º Caso o administrador do fundo não seja credenciado na CVM para a prestação do serviço de custódia, deverá contratar instituição credenciada para esta atividade.

§ 3º Qualquer alteração cadastral relativa ao gestor da carteira do fundo deve ser comunicada à CVM, no prazo de 15 (quinze) dias, contados de sua ocorrência.

DAS CARTEIRAS

Da Carteira do FIDC

Art. 40^º. O FIDC deve manter após 90 (noventa) dias do início das atividades do fundo, no mínimo 50% de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios.

§ 1º Observado o disposto no caput deste artigo, o FIDC pode aplicar o remanescente de seu patrimônio líquido em títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos de emissão de estados e municípios, certificados e recibos de depósito bancário e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS).

§ 2º É facultado ao fundo, ainda:

I – realizar operações compromissadas;

II – realizar operações em mercados de derivativos, desde que com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas.

§ 3º Para efeito do disposto no inciso II do parágrafo anterior:

I – as operações podem ser realizadas tanto em mercados administrados por bolsas de mercadorias e de futuros, quanto no de balcão, nesse caso desde que devidamente registradas em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil;

II – devem ser considerados, para efeito de cálculo de patrimônio líquido do fundo, os dispêndios efetivamente incorridos a título de prestação de margens de garantia em espécie, ajustes diários, prêmios e custos operacionais, decorrentes da manutenção de posições em mercados organizados de derivativos, inclusive os valores líquidos das operações.

§ 4º Os direitos creditórios e os demais ativos integrantes da carteira do fundo devem ser custodiados, bem como registrados e/ou mantidos em conta de depósito diretamente em nome do fundo, em contas específicas abertas no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - Selic, em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil ou em instituições ou entidades autorizadas à prestação desses serviços pela referida Autarquia ou pela CVM.

§ 5º Excetuam-se do disposto no parágrafo anterior as aplicações do fundo em cotas de fundos de investimento financeiro e de fundo de aplicação em cotas de fundos de investimento.

§ 6º Será admitida a aplicação de recursos do fundo em direitos creditórios não registrados, nos termos do § 4º deste artigo, pelo prazo de 180 dias contados da data da entrada em vigor desta Instrução.

§ 7º A realização de aplicações do fundo em valores mobiliários de renda fixa está condicionada à autorização da CVM para que a instituição administradora ou a pessoa jurídica à qual delegados os poderes de gestão referidos no art. 39, inciso II, desta Instrução possa exercer a atividade de que trata o art. 23 da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

§ 8º As aplicações do fundo em warrants e em contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como em títulos ou certificados representativos desses contratos devem, sem prejuízo do atendimento das disposições da Resolução CMN no 2.801, de 7 de dezembro de 2000, e do disposto no § 4º deste artigo contar com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora, observada, nesse último caso, regulamentação específica da Superintendência de Seguros Privados - SUSEP.

§ 9º Relativamente aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo:

I – o total de emissão e/ou coobrigação de uma mesma pessoa jurídica, de seu controlador, de sociedades por ele direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum, bem como de um mesmo estado, município, fundo de investimento ou pessoa física não pode exceder 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo;

II – o total de emissão e/ou coobrigação de uma mesma instituição financeira, de seu controlador, de sociedades por ele direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum pode exceder o percentual referido no inciso I, observado o máximo de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo.

§ 10. Admite-se a extrapolação dos limites referidos no parágrafo anterior, desde que prevista a referida possibilidade no regulamento do fundo, na parte pertinente à política de investimento, e que tal disposição conste em destaque do prospecto previsto no art. 23 desta Instrução.

§ 11. Os percentuais referidos neste artigo devem ser cumpridos diariamente, com base no patrimônio líquido do fundo do dia útil imediatamente anterior.

Da Carteira do FICFIDC

Art. 41^º. As instituições referidas no art. 32 desta instrução podem constituir e administrar fundo de investimento cujos recursos devem ser destinados à aquisição de cotas de fundos de investimento em direitos creditórios, observada a proporcionalidade mínima de 95% (noventa e cinco por cento) do respectivo patrimônio líquido.

Parágrafo único. A constituição e o funcionamento do fundo referido neste artigo, designado fundo de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios, subordinam-se, no que couber, às normas estabelecidas neste regulamento, observado o seguinte:

I – a parcela correspondente aos 5% (cinco por cento) remanescentes de seu patrimônio líquido pode ser aplicada em:

a) títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil e créditos securitizados pelo Tesouro Nacional;

b) títulos de renda fixa de emissão ou aceite de instituições financeiras;

c) operações compromissadas;

II – suas aplicações em cotas de um mesmo fundo não podem exceder 25% (vinte e cinco por cento) de seu patrimônio líquido, admitida a extrapolação do referido limite, desde que prevista no regulamento respectivo, na parte pertinente à descrição da política de investimento;

III – as informações previstas no art. 45 desta instrução, relativas ao fundo, restringem-se aos valores do patrimônio líquido e da cota, com base no último dia útil do mês a que se referirem, além dos valores totais das captações e dos resgates acumulados no mês, e devem ser prestadas à CVM, na forma que vier a ser por esta estabelecida, até o terceiro dia útil após o encerramento de cada mês.

DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Art. 42^o. O fundo deve ter escrituração contábil própria.

Art. 43^o. O exercício social do fundo tem duração de um ano e a data do encerramento deve ser fixada no regulamento respectivo.

Art. 44^o. As demonstrações financeiras anuais do fundo estarão sujeitas às normas contábeis expedidas pela CVM e serão auditadas por auditor independente registrado na CVM.

Parágrafo único. Enquanto a CVM não editar as normas referidas no caput, aplicam-se ao fundo as disposições do Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional - COSIF, editado pelo Banco Central do Brasil.

DA PRESTAÇÃO DE INFORMAÇÕES À CVM

Art. 45^o. A instituição administradora deve prestar à CVM, mensalmente, até o 3o dia útil após o encerramento do mês anterior, com base no último dia útil daquele mês, as seguintes informações relativas ao fundo:

I – saldo das aplicações;

II – valor do patrimônio líquido;

III – valor da cota e quantidade em circulação;

IV – valores totais das captações e dos resgates no mês, considerados os valores efetivamente ingressados e retirados;

V – o comportamento da carteira de direitos creditórios, abrangendo, inclusive, dados sobre o desempenho esperado e o realizado;

VI – posições mantidas em mercados de derivativos.

§ 1o Na hipótese de o regulamento do fundo prever a existência de mais de uma classe de cotas, conforme admitido nos termos do art. 12 desta Instrução, as informações previstas nos incisos III e IV deste artigo devem ser prestadas em relação a cada classe de cotas.

§ 2o A CVM especificará a forma e as condições de prestação das informações previstas nos incisos I a VI deste artigo, podendo, inclusive, solicitar novas informações aos fundos.

§ 3o Eventuais retificações nas informações previstas neste artigo devem ser comunicadas à CVM até o primeiro dia útil subsequente à data da respectiva ocorrência.

DA PUBLICIDADE E DA REMESSA DE DOCUMENTOS

Art. 46^o. A instituição administradora é obrigada a divulgar, ampla e imediatamente, qualquer ato ou fato relevante relativo ao fundo, de modo a garantir a todos os condôminos acesso às informações que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões quanto à respectiva permanência no mesmo, se for o caso.

§ 1o Sem prejuízo de outras ocorrências relativas ao fundo, considera-se fato relevante a alteração da classificação de risco do fundo ou dos direitos creditórios e demais ativos integrantes da respectiva carteira.

§ 2o A divulgação das informações previstas neste artigo deve ser feita por meio de publicação no periódico utilizado para a divulgação de informações do fundo e mantida disponível para os condôminos na sede e agências da instituição administradora e nas instituições que coloquem cotas do fundo.

§ 3o A instituição administradora deve fazer as publicações previstas nesta instrução sempre no mesmo periódico e qualquer mudança deve ser precedida de aviso aos condôminos.

Art. 47^o. A instituição administradora deve, no prazo máximo de dez dias após o encerramento de cada mês, colocar à disposição dos condôminos, em sua sede e dependências, informações sobre:

I – o número de cotas de propriedade de cada um e o respectivo valor;

II – a rentabilidade do fundo, com base nos dados relativos ao último dia do mês;

III – o comportamento da carteira de direitos creditórios e demais ativos do fundo, abrangendo, inclusive, dados sobre o desempenho esperado e o realizado.

Art. 48^o. A instituição administradora deve colocar as demonstrações financeiras do fundo à disposição de qualquer interessado que as solicitar, observados os seguinte prazos máximos:

I – de vinte dias após o encerramento do período a que se referirem, em se tratando de demonstrações financeiras mensais;

II – de sessenta dias após o encerramento de cada exercício social, em se tratando de demonstrações financeiras anuais.

Art. 49^o. As informações prestadas ou qualquer material de divulgação do fundo não podem estar em desacordo com o regulamento e com o prospecto do fundo protocolado na CVM.

Parágrafo único. Caso o texto publicitário apresente incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor a erros de avaliação, a CVM pode exigir que as retificações e os esclarecimentos sejam veiculados, com igual destaque,

através do veículo usado para divulgar o texto publicitário original, devendo constar, de forma expressa, que a informação está sendo republicada por determinação da CVM.

Art. 50.^o Toda informação, divulgada por qualquer meio, na qual seja incluída referência à rentabilidade do fundo, deve obrigatoriamente.

I – mencionar a data do início de seu funcionamento;

II – referir-se, no mínimo, ao período de 1 (um) mês-calendário, sendo vedada a divulgação de rentabilidade apurada em períodos inferiores;

III – abranger, no mínimo, os últimos três anos ou o período desde a sua constituição, se mais recente;

IV – ser acompanhada do valor da média aritmética do seu patrimônio líquido apurado no último dia útil de cada mês, nos últimos três anos ou desde a sua constituição, se mais recente.

V – deverá apresentar, em todo o material de divulgação, o grau conferido pela empresa de classificação de risco ao fundo, bem como a indicação de como obter maiores informações sobre a avaliação efetuada.

Art. 51.^o No caso de divulgação do fundo comparativamente a outros fundos, devem ser informados na mesma matéria as datas, os períodos, a fonte das informações utilizadas, os critérios adotados e tudo o mais que seja relevante para adequada avaliação.

Art. 52.^o Toda divulgação de rentabilidade deve informar, quando for o caso, a incidência de taxa de saída ou de performance que reduza o valor da cota ou o número de cotas no resgate, esclarecendo quanto a seu valor e forma de apuração.

Art. 53.^o Sempre que o material de divulgação apresentar informações referentes à rentabilidade ocorrida em períodos anteriores, deve ser incluída advertência, com destaque, de que:

I – a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros; e

II – os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou pelo Fundo Garantidor de Créditos – FGC.

DAS NORMAS GERAIS

Art. 54.^o A qualidade de condômino caracteriza-se pela abertura de conta de depósitos em nome do cotista.

Art. 55.^o É indispensável, por ocasião do ingresso do condômino no fundo, sua adesão aos termos do regulamento respectivo, cabendo à instituição administradora as responsabilidades de definir a forma e providenciar seja efetivada tal adesão.

Art. 56.^o Constituem encargos do fundo, além da taxa de administração e da taxa de desempenho ou de performance prevista no regulamento respectivo:

I – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo;

II – despesas com impressão, expedição e publicação de relatórios, formulários e informações periódicas, previstas no regulamento do fundo ou na regulamentação pertinente;

III – despesas com correspondências de interesse do fundo, inclusive comunicações aos condôminos;

IV – honorários e despesas do auditor encarregado da revisão das demonstrações financeiras e das contas do fundo e da análise de sua situação e da atuação da instituição administradora;

V – emolumentos e comissões pagas sobre as operações do fundo;

VI – honorários de advogados, custas e despesas correlatas feitas em defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação, caso o mesmo venha a ser vencido;

VII – quaisquer despesas inerentes à constituição ou à liquidação do fundo ou à realização de assembleia geral de condôminos;

VIII – taxas de custódia de ativos do fundo;

IX – no caso de fundo fechado, a contribuição anual devida às bolsas de valores ou à entidade do mercado de balcão organizado em que o fundo tenha suas cotas admitidas à negociação; e

X – despesas com a contratação de agência classificadora de risco.

§ 1o Quaisquer despesas não previstas neste artigo como encargos do fundo devem correr por conta da instituição administradora.

§ 2o O administrador pode estabelecer que parcelas da taxa de administração sejam pagas diretamente pelo fundo aos prestadores de serviços contratados, desde que o somatório dessas parcelas não exceda o montante total da taxa de administração fixada no regulamento do fundo.

Art. 57.^o No prazo máximo de 10 (dez) dias contados de sua ocorrência, devem ser protocolados na CVM, pela instituição administradora, os documentos correspondentes aos seguintes atos relativos ao fundo:

I – alteração de regulamento;

II – substituição da instituição administradora;

III – incorporação;

IV – fusão;

V – cisão;

VI – liquidação.

Art. 58º. Na hipótese de descumprimento das normas estabelecidas nesta instrução, a CVM pode determinar a convocação de assembléia geral de condôminos para decidir sobre uma das seguintes alternativas:

- I – transferência da administração do fundo para outra instituição;
- II – liquidação do fundo.

Art. 59º. Sem prejuízo das responsabilidades da instituição administradora e do diretor ou sócio-gerente designado, podem ser constituídos conselhos consultivos, por iniciativa dos condôminos ou da própria instituição administradora, observado que referidos órgãos não podem ser remunerados às expensas do fundo.

Art. 60º. Para fins do disposto nesta instrução considera-se o correio eletrônico como uma forma de correspondência válida nas comunicações entre a instituição administradora e os condôminos.

DAS PENALIDADES

Art. 61º. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei no 6.385/76, a infração às normas contidas nos art. 8º, incisos V e VI, 13, 32, 34 a 36, 38, 42, 49 e 56, § 1º desta instrução.

Art. 62º. O descumprimento do disposto nos art. 6º, 8º, 10, 11, 13, 14, 17, 23, 30, 32, 34 a 36, 38, 40 a 42, 44 a 53, 55, 56, § 1º e 2º, e 59, desta instrução constitui hipótese de infração de natureza objetiva, sujeita a rito sumário de processo administrativo.

Art. 63º. Sem prejuízo do disposto no art. 11 da Lei no 6.385/76, o administrador pagará uma multa diária, no valor de R\$ 200,00 (duzentos reais), incidente a partir do primeiro dia útil subsequente ao término do prazo, em virtude do não atendimento dos prazos previstos nesta Instrução.

Art. 64º. A CVM pode responsabilizar outros diretores, empregados e prepostos do administrador ou do gestor do fundo, caso fique configurada a sua responsabilidade pelo descumprimento das disposições desta Instrução.

ANEXO II

INSTRUÇÃO CVM Nº 393, DE 22 DE JULHO DE 2003

Altera a Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, que regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

Art. 1º Os arts. 2º, 3º, 6º, 8º, 9º, 11, 12, 14, 15, 16, 17, 20, 23, 24, 31, 38, 40, 45, 46, 55 e 56 da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro 2001, passam a vigorar com a seguinte redação:

Art. 2º

I – direitos creditórios: os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, os contratos referidos no § 8º do art. 40, desta Instrução, bem como direitos e títulos representativos de créditos de natureza diversa assim reconhecidos pela CVM;

VI – fundo fechado: o condomínio cujas cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou de cada série ou classe de cotas, conforme estipulado no regulamento, ou em virtude de sua liquidação, admitindo-se, ainda, a amortização de cotas por disposição do regulamento ou por decisão da assembléia geral de cotistas;

XI – cota de classe sênior: aquela que não se subordina às demais para efeito de amortização e resgate;

XII – cota de classe subordinada: aquela que se subordina às demais para efeito de amortização e resgate;

XIII – séries: subconjuntos de cotas da classe senior dos fundos fechados, diferenciados exclusivamente por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração, quando houver;

XIV – amortização: é o pagamento aos cotistas do fundo fechado de parcela do valor de suas cotas, sem redução do seu número." (NR)

Art. 3º

III – cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País;

Art. 6º Os prazos de amortização ou resgate devem ser estabelecidos, no regulamento do fundo, em relação a cada classe e série de cotas." (NR)

Art. 8º O funcionamento dos fundos regulados por esta Instrução depende do prévio registro na CVM.

§1º O registro será automaticamente concedido mediante o protocolo na CVM dos seguintes documentos e informações:

I – ato de constituição e o inteiro teor de seu regulamento, em 3 (três) vias, devidamente rubricadas e assinadas, acompanhado de certidão comprobatória de seu registro em cartório de títulos e documentos;

II – dois exemplares do prospecto;

III – material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo;

IV – nome do auditor independente, do custodiante e da agência classificadora de risco, contratados pelo administrador do fundo;

V – a designação de diretor ou sócio-gerente da instituição administradora, nos termos da regulamentação vigente, para responder, civil e criminalmente, pela gestão, supervisão e acompanhamento do fundo, bem como pela prestação de informações a esse relativas;

VI – declaração firmada pelo diretor ou sócio-gerente, designado nos termos do inciso anterior, de que:

a) está ciente de suas obrigações para com o fundo;

b) é responsável pela movimentação dos direitos creditórios;

c) é responsável, nos termos da legislação em vigor, inclusive perante terceiros, por negligência, imprudência ou imperícia na administração do fundo, sujeitando-se, ainda, à aplicação das penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

VII – declaração firmada pelo administrador do fundo de que se compromete a seguir as normas desta Instrução e de que o regulamento do referido fundo está em conformidade com a legislação vigente, nos termos do Anexo I desta Instrução;

VIII – formulário cadastral devidamente preenchido nos termos do Anexo II desta Instrução, para o administrador do fundo e, se for o caso, para o gestor de sua carteira.

§2º No caso de fundos fechados devem ser apresentados, também, os documentos previstos no art. 20, §1º, desta Instrução.

§3º O diretor ou sócio-gerente indicado, sem prejuízo do atendimento das determinações estabelecidas na regulamentação em vigor, deve elaborar demonstrativos trimestrais evidenciando que as operações praticadas pelo fundo estão em consonância com a política de investimento prevista em seu regulamento e com os limites de composição e de diversificação a ele aplicáveis, bem como que as negociações foram realizadas a taxas de mercado.

§4º Os demonstrativos referidos no parágrafo anterior devem ser enviados à CVM e permanecer à disposição dos condôminos do fundo, bem como ser examinados por ocasião da realização de auditoria independente.

§ 5º Para efeito do disposto no § 3º deste artigo, deve ser considerado o calendário do ano civil.

§ 6º O registro automático referido no §1º deste artigo não se aplica aos fundos que não observarem o disposto no §8º do art. 40 desta Instrução." (NR)

Art. 9º

II – no caso de fundo fechado, quando, no prazo de 180 (cento e oitenta) dias, a contar do protocolo na CVM dos documentos referidos no art. 8º, incisos I a VIII, desta Instrução e em seu respectivo parágrafo primeiro, não for subscrita a totalidade das cotas representativas do seu patrimônio inicial, salvo na hipótese de cancelamento do saldo não colocado, antes do referido prazo, desde que haja previsão expressa no regulamento nesse sentido;

III – na hipótese de o fundo manter patrimônio líquido médio inferior a R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), pelo período de 3 (três) meses consecutivos.

§1º No caso previsto no inciso III deste artigo, o fundo poderá alternativamente ser incorporado a outro FIDC.

Art. 11º As cotas do fundo devem ser escriturais, mantidas em conta de depósitos em nome de seus titulares." (NR)

Art. 12º. As cotas seniores terão uma única classe, admitindo-se classes de cotas subordinadas às cotas seniores, para efeito de amortização e resgate.

§ 1º No caso de fundos fechados, as cotas seniores podem ser divididas em séries com valores e prazos diferenciados para amortização, resgate e remuneração.

§ 2º Cada série de cotas terá as mesmas características e conferirá a seus titulares iguais direitos e obrigações, nos termos do regulamento.

§ 3º Na hipótese de liquidação do fundo, os titulares de cotas seniores terão o direito de partilhar o patrimônio na proporção dos valores previstos para amortização ou resgate da respectiva série e no limite desses mesmos valores, na data de liquidação, sendo vedado qualquer tipo de preferência, prioridade ou subordinação entre os titulares de cotas seniores.

§ 4º É vedada a afetação ou a vinculação, a qualquer título, de parcela do patrimônio do fundo a qualquer classe ou série de cotas." (NR)

Art. 14º. As cotas do fundo devem ter seu valor calculado pelo menos por ocasião das demonstrações financeiras mensais e anuais, mediante a utilização de metodologia de apuração do valor dos direitos creditórios e dos demais ativos financeiros integrantes da respectiva carteira, estabelecida no regulamento do fundo (art. 24, inciso XIII), de acordo com critérios consistentes e passíveis de verificação, amparados por informações externas e internas que levem em consideração aspectos relacionados ao devedor, aos seus garantidores e às características da correspondente operação, adotando-se o valor de mercado, quando houver.

Parágrafo único. As cotas devem ser registradas pelo valor respectivo para amortização ou resgate, respeitadas as características de cada classe ou série, se houver." (NR)

Art. 15º. A integralização, a amortização e o resgate de cotas do fundo podem ser efetuados em cheque, ordem de pagamento, débito e crédito em conta corrente, documento de ordem de crédito, ou outro mecanismo de transferência de recursos autorizado pelo Banco Central do Brasil – BACEN.

§ 1º Admite-se o resgate de cotas seniores em direitos creditórios, nos termos do regulamento, exclusivamente nas hipóteses de liquidação antecipada do fundo.

§ 2º Em se tratando de cotas subordinadas, admite-se, nos termos do regulamento do fundo, que a integralização, a amortização e o resgate sejam efetuados em direitos creditórios.

§ 3º Para fins do disposto nos §§ 1º e 2º deste artigo, durante a vigência da Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira – CPMF, as integralizações, amortizações e resgates em direitos creditórios devem observar os seguintes procedimentos:

I – a integralização de cotas deverá ser realizada por meio de qualquer mecanismo de transferência de recursos autorizado pelo BACEN, concomitantemente à venda, pelo cedente, de direitos creditórios em valor correspondente ao líquido integralizado, na forma e proporção estabelecidas no respectivo regulamento e demais disposições aplicáveis; e

II – a amortização e o resgate de cotas será efetivado por meio de qualquer mecanismo de transferência de recursos autorizado pelo BACEN simultaneamente à compra, pelo cotista, de direitos creditórios, em valor correspondente ao líquido amortizado ou resgatado, na forma e proporção estabelecidas no respectivo regulamento e demais disposições aplicáveis." (NR)

Art. 16º. Na emissão de cotas de fundo aberto deve ser utilizado, conforme disposto no regulamento respectivo, o valor da cota em vigor no próprio dia ou no primeiro dia útil subsequente ao da efetiva disponibilidade dos recursos confiados pelo investidor à instituição administradora, em suas sedes ou dependências.

Art. 17º. Nas emissões de cotas de fundo fechado colocadas junto ao público, o preço de subscrição poderá contemplar ágio ou deságio sobre o valor previsto para amortização, desde que uniformemente aplicado para todos os subscritores e apurado através de procedimento de descoberta de preço em mercado organizado.

Parágrafo único. As cotas de fundo fechado colocadas junto a investidores deverão ser registradas para negociação secundária em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, cabendo aos intermediários assegurar que a aquisição de cotas somente seja feita por investidores qualificados." (NR)

Art. 20º. A distribuição de cotas de fundo fechado depende de registro específico na CVM.

§ 1º O registro será automaticamente concedido mediante o protocolo na CVM dos seguintes documentos e informações, os quais deverão ser apresentados a cada nova distribuição:

I – declaração, do administrador do fundo, de que firmou o contrato com instituição legalmente habilitada a executar o serviço de distribuição de cotas, quando for o caso;

II – informação quanto ao número máximo e mínimo de cotas a serem distribuídas, o valor da emissão, custos de distribuição e outras informações relevantes sobre a distribuição;

III – material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo, inclusive prospecto, se houver;

IV – qualquer informação adicional que venha a ser disponibilizada aos potenciais investidores.

§2º O anúncio do início de distribuição de cotas de fundo fechado deve conter:

I – nome do fundo;

II – nome e endereço do administrador do fundo;

III – nome e endereço das instituições responsáveis pela distribuição;

IV – política de investimento e principais características do fundo;

V – classificação de risco, nos termos do art. 3º, inciso III, desta Instrução;

VI – mercado onde as cotas do fundo são negociadas;

VII – condições de subscrição e integralização de cotas;

VIII – data do início da distribuição;

IX – esclarecimento de que maiores informações e cópia do prospecto e regulamento podem ser obtidas nas instituições responsáveis pela distribuição de cotas ou na CVM;

X – a referência do protocolo na CVM dos documentos referidos no § 1º deste artigo; e

XI – os dizeres, de forma destacada: "A CVM não garante a veracidade das informações prestadas e, tampouco, faz julgamento sobre a qualidade do fundo, de seu administrador ou das cotas a serem distribuídas".

§3º O fundo fechado poderá realizar distribuição concomitante de classes e séries distintas de cotas, em quantidades e condições previamente estabelecidas no anúncio de início de distribuição de cotas e no prospecto do fundo.

§ 4º Após a distribuição inicial de cotas do fundo fechado, as novas distribuições a serem realizadas deverão ser integralmente subscritas no prazo de 180 (cento e oitenta) dias, a contar do protocolo na CVM dos documentos referidos no §1º deste artigo.

§ 5º A CVM, em virtude de solicitação fundamentada, a seu exclusivo critério, poderá prorrogar o prazo previsto no parágrafo anterior por outro período, no máximo igual ao prazo inicial.

§6º Caso os prazos referidos nos parágrafos anteriores sejam superados, sem que se proceda ao cancelamento do saldo não colocado, na forma prevista pelo regulamento do fundo, a distribuição deverá ser cancelada." (NR)

Art. 23º. O investidor, por ocasião de seu ingresso como condômino de fundo aberto ou da subscrição de cotas de fundo fechado, deve receber as informações referentes à classificação de risco das cotas, quando houver colocação junto ao público, e o prospecto, se houver.

Parágrafo único. A colocação do prospecto à disposição do condômino de que trata o *caput* não desobriga a instituição administradora de providenciar a adesão do condômino ao regulamento do fundo." (NR)

Art. 24º

VI –

a) a eventual existência de mais de uma classe ou série de cotas, hipótese em que devem ser especificadas as características, os direitos e obrigações de cada uma das classes e séries, assegurando-se que as cotas subordinadas somente poderão ser resgatadas após o resgate das cotas seniores, ressalvado o disposto no art. 18-A;

b) que, na amortização de cotas de fundos fechados, deverá ser assegurado que as cotas subordinadas somente poderão ser amortizadas após a amortização das cotas seniores, ressalvado o disposto no art. 18-B; e

c) os critérios de integralização, amortização e resgate em direitos creditórios, observado o disposto no art. 15 desta Instrução.

XIV – os procedimentos a serem adotados na hipótese de rebaixamento de classificação prevista no inciso III do art. 3º da presente Instrução;

XV – a relação mínima entre o patrimônio líquido do fundo e o valor das cotas seniores, a periodicidade para apuração e divulgação aos cotistas dessa relação e os procedimentos aplicáveis na hipótese de inobservância desse fator; e

XVI – os eventos de liquidação antecipada do fundo, assegurando, no caso de decisão assemblear pela não liquidação do fundo, o resgate das cotas seniores, pelo valor das mesmas, aos cotistas dissidentes que o solicitarem.

§ 1º

II – o segmento em que o fundo vai atuar;

Art. 31º

Parágrafo único

I - ser condômino ou profissional especialmente contratado para zelar pelos interesses dos condôminos;

Art. 38º

IV – fazer a custódia, administração, cobrança e/ou guarda de documentação relativos aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo;

V – diligenciar para que seja mantida, às suas expensas, atualizada e em perfeita ordem, a documentação dos direitos creditórios, com metodologia preestabelecida e de livre acesso para auditoria independente, agência classificadora de risco contratada pelo fundo e órgãos reguladores; e

VI – cobrar e receber, por conta e ordem de seus clientes, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos na conta de depósitos dos mesmos." (NR)

Art. 40º. Após 90 (noventa) dias do início de suas atividades, o fundo deve ter 50% (cinquenta por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado por direitos creditórios, podendo a CVM, a seu exclusivo critério, prorrogar esse prazo por igual período, desde que o administrador apresente motivos que justifiquem a prorrogação.

§ 8º As aplicações do fundo em *warrants* e em contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como em títulos ou certificados representativos desses contratos devem, sem prejuízo do atendimento das disposições da Resolução CMN no 2.801, de 7 de dezembro de 2000, e do disposto no § 4º deste artigo, contar com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora, observada, nesse último caso, regulamentação específica da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, para fins de obtenção do registro automático previsto no §1º do art. 8º desta Instrução.

Art. 45º

§ 1º Na hipótese de o regulamento do fundo prever a existência de mais de uma classe ou série de cotas, conforme admitido nos termos do art. 12 desta Instrução, as informações previstas nos incisos III e IV deste artigo devem ser prestadas em relação a cada classe e série de cotas.

Art. 46º

§ 1º Sem prejuízo de outras ocorrências relativas ao fundo, considera-se fato relevante a alteração da classificação de risco das classes ou séries de cotas, bem como, quando houver, dos demais ativos integrantes da respectiva carteira.

Art. 55º É indispensável, por ocasião do ingresso do condômino no fundo aberto ou da subscrição de cotas dos fundos fechados, sua adesão aos termos do regulamento respectivo, cabendo à instituição administradora as responsabilidades de definir a forma e providenciar que seja efetiva tal adesão." (NR)

Art. 56º

XI – despesas com o profissional especialmente contratado para zelar pelos interesses dos condôminos, na forma do inciso I do art. 31.

Art. 2º A Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, fica acrescida dos seguintes artigos:

Art. 18-A. As cotas subordinadas dos fundos abertos poderão ser resgatadas antes do resgate das cotas seniores, depois de transcorrido um prazo mínimo de 60 (sessenta) dias contado do pedido de resgate, observado o disposto no regulamento do fundo.

§ 1º Na hipótese prevista no *caput*, a instituição administradora deverá, no máximo, no terceiro dia útil após o recebimento do pedido de resgate, comunicar aos titulares das cotas seniores em circulação a solicitação do resgate, o valor e a data de sua realização, nos termos do regulamento.

§ 2º Os titulares das cotas seniores em circulação, a partir da comunicação referida no parágrafo anterior, poderão requerer o resgate de suas cotas, o qual deverá ser integralmente concluído antes do respectivo resgate das cotas subordinadas, sempre observados os termos, as condições e os procedimentos definidos no regulamento."

Art. 18-B. É facultada a amortização de cotas subordinadas dos fundos fechados exclusivamente nas hipóteses e em conformidade com os critérios previstos no regulamento, observado o disposto no inciso XV do art. 24."

Art. 60-A A CVM poderá autorizar procedimentos específicos e dispensar o cumprimento de dispositivos desta Instrução pelos FIDC's relacionados ao crédito social ou às micro, pequenas e médias empresas."

Art. 3º Os fundos em funcionamento devem adaptar seus regulamentos ao disposto nos incisos VI, alínea "c", XIV, XV e XVI do art. 24 da Instrução CVM nº 356/01, com a redação dada por esta Instrução, imediatamente após a primeira assembléia geral subsequente à publicação desta Instrução.

Art. 4º Esta Instrução entra em vigor 30 (trinta) dias contados da data de sua publicação no Diário Oficial da União.

ANEXO III

LEI Nº 9.514, DE 20 DE NOVEMBRO DE 1997.

Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências.

CAPÍTULO I: Do Sistema de Financiamento Imobiliário

Seção I: Da finalidade

Art. 1º O Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos.

Seção II: Das entidades

Art. 2º Poderão operar no SFI as caixas econômicas, os bancos comerciais, os bancos de investimento, os bancos com carteira de crédito imobiliário, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, as companhias hipotecárias e, a critério do Conselho Monetário Nacional - CMN, outras entidades.

Art. 3º As companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades.

Parágrafo único. O Conselho Monetário Nacional - CMN poderá fixar condições para o funcionamento das companhias de que trata este artigo.

Seção III: Do financiamento imobiliário

Art. 4º As operações de financiamento imobiliário em geral serão livremente efetuadas pelas entidades autorizadas a operar no SFI, segundo condições de mercado e observadas as prescrições legais.

Parágrafo único. Nas operações de que trata este artigo, poderão ser empregados recursos provenientes da captação nos mercados financeiro e de valores mobiliários, de acordo com a legislação pertinente.

Art. 5º As operações de financiamento imobiliário em geral, no âmbito do SFI, serão livremente pactuadas pelas partes, observadas as seguintes condições essenciais:

- I - reposição integral do valor emprestado e respectivo reajuste;
- II - remuneração do capital emprestado às taxas convencionadas no contrato;
- III - capitalização dos juros;
- IV - contratação, pelos tomadores de financiamento, de seguros contra os riscos de morte e invalidez permanente.

§ 1º As partes poderão estabelecer os critérios do reajuste de que trata o inciso I, observada a legislação vigente. (Vide Medida Provisória nº 2.223, de 4.9.2001)

§ 2º As operações de comercialização de imóveis, com pagamento parcelado, de arrendamento mercantil de imóveis e de financiamento imobiliário em geral, poderão ser pactuadas nas mesmas condições permitidas para as entidades autorizadas a operar no SFI, observados, quanto a eventual reajuste, os mesmos índices e a mesma periodicidade de incidência e cobrança. (Vide Medida Provisória nº 2.223, de 4.9.2001)

§ 3º Na alienação de unidades em edificação sob o regime da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, a critério do adquirente e mediante informação obrigatória do incorporador, poderá ser contratado seguro que garanta o ressarcimento ao adquirente das quantias por este pagas, na hipótese de inadimplemento do incorporador ou construtor quanto à entrega da obra.

Seção IV: Do Certificado de Recebíveis Imobiliários

Art. 6º O Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.

Parágrafo único. O CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras.

Art. 7º O CRI terá as seguintes características:

- I - nome da companhia emitente;
- II - número de ordem, local e data de emissão;
- III - denominação "Certificado de Recebíveis Imobiliários";

- IV - forma escritural;
 - V - nome do titular;
 - VI - valor nominal;
 - VII - data de pagamento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de pagamento das diversas parcelas;
 - VIII - taxa de juros, fixa ou flutuante, e datas de sua exigibilidade, admitida a capitalização;
 - IX - cláusula de reajuste, observada a legislação pertinente;
 - X - lugar de pagamento;
 - XI - identificação do Termo de Securitização de Créditos que lhe tenha dado origem.
- § 1º O registro e a negociação do CRI far-se-ão por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados.
- § 2º O CRI poderá ter, conforme dispuser o Termo de Securitização de Créditos, garantia flutuante, que lhe assegurará privilégio geral sobre o ativo da companhia securitizadora, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo.

Seção V: Da securitização de créditos imobiliários

Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos:

- I - a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individualização do imóvel a que esteja vinculado e indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como o número do registro do ato pelo qual o crédito foi cedido; (Vide Medida Provisória nº 2.223, de 4.9.2001)
- II - a identificação dos títulos emitidos;
- III - a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso.

Parágrafo único. Será permitida a securitização de créditos oriundos da alienação de unidades em edificação sob regime de incorporação nos moldes da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964.

Seção VI: Do regime fiduciário

Art. 9º A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre créditos imobiliários, a fim de lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários, sendo agente fiduciário uma instituição financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo BACEN e beneficiários os adquirentes dos títulos lastreados nos recebíveis objeto desse regime.

Art. 10º O regime fiduciário será instituído mediante declaração unilateral da companhia securitizadora no contexto do Termo de Securitização de Créditos, que, além de conter os elementos de que trata o art. 8º, submeter-se-á às seguintes condições:

- I - a constituição do regime fiduciário sobre os créditos que lastreiem a emissão;
- II - a constituição de patrimônio separado, integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão;
- III - a afetação dos créditos como lastro da emissão da respectiva série de títulos;
- IV - a nomeação do agente fiduciário, com a definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação;
- V - a forma de liquidação do patrimônio separado.

Parágrafo único. O Termo de Securitização de Créditos, em que seja instituído o regime fiduciário, será averbado nos Registros de Imóveis em que estejam matriculados os respectivos imóveis.

Art. 11º Os créditos objeto do regime fiduciário:

- I - constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da companhia securitizadora;
- II - manter-se-ão apartados do patrimônio da companhia securitizadora até que se complete o resgate de todos os títulos da série a que estejam afetados;
- III - destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais;
- IV - estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora;
- V - não são passíveis de constituição de garantias ou de excussão por quaisquer dos credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam;
- VI - só responderão pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados.

§ 1º No Termo de Securitização de Créditos, poderá ser conferido aos beneficiários e demais credores do patrimônio separado, se este se tornar insuficiente, o direito de haverem seus créditos contra o patrimônio da companhia securitizadora.

§ 2º Uma vez assegurado o direito de que trata o parágrafo anterior, a companhia securitizadora, sempre que se verificar insuficiência do patrimônio separado, promoverá a respectiva recomposição, mediante aditivo ao Termo de Securitização de Créditos, nele incluindo outros créditos imobiliários, com observância dos requisitos previstos nesta seção.

§ 3º A realização dos direitos dos beneficiários limitar-se-á aos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado, salvo se tiverem sido constituídas garantias adicionais por terceiros.

Art. 12º Instituído o regime fiduciário, incumbirá à companhia securitizadora administrar cada patrimônio separado, manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras.

Parágrafo único. A totalidade do patrimônio da companhia securitizadora responderá pelos prejuízos que esta causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária ou, ainda, por desvio da finalidade do patrimônio separado.

Art. 13º Ao agente fiduciário são conferidos poderes gerais de representação da comunhão dos beneficiários, inclusive os de receber e dar quitação, incumbindo-lhe:

I - zelar pela proteção dos direitos e interesses dos beneficiários, acompanhando a atuação da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado;

II - adotar as medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à defesa dos interesses dos beneficiários, bem como à realização dos créditos afetados ao patrimônio separado, caso a companhia securitizadora não o faça;

III - exercer, na hipótese de insolvência da companhia securitizadora, a administração do patrimônio separado;

IV - promover, na forma em que dispuser o Termo de Securitização de Créditos, a liquidação do patrimônio separado;

V - executar os demais encargos que lhe forem atribuídos no Termo de Securitização de Créditos.

§ 1º O agente fiduciário responderá pelos prejuízos que causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária.

§ 2º Aplicam-se ao agente fiduciário os mesmos requisitos e incompatibilidades impostos pelo art. 66 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Art. 14º A insuficiência dos bens do patrimônio separado não dará causa à declaração de sua quebra, cabendo, nessa hipótese, ao agente fiduciário convocar assembléia geral dos beneficiários para deliberar sobre as normas de administração ou liquidação do patrimônio separado.

§ 1º Na hipótese de que trata este artigo, a assembléia geral estará legitimada a adotar qualquer medida pertinente à administração ou liquidação do patrimônio separado, inclusive a transferência dos bens e direitos dele integrantes para outra entidade que opere no SFI, a forma de liquidação do patrimônio e a nomeação do liquidante.

§ 2º A assembléia geral, convocada mediante edital publicado por três vezes, com antecedência de vinte dias, em jornal de grande circulação na praça em que tiver sido feita a emissão dos títulos, instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de beneficiários que representem, pelo menos, dois terços do valor global dos títulos e, em segunda convocação, com qualquer número, sendo válidas as deliberações tomadas pela maioria absoluta desse capital.

Art. 15º No caso de insolvência da companhia securitizadora, o agente fiduciário assumirá imediatamente a custódia e administração dos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado e convocará a assembléia geral dos beneficiários para deliberar sobre a forma de administração, observados os requisitos estabelecidos no § 2º do art. 14.

Parágrafo único. A insolvência da companhia securitizadora não afetará os patrimônios separados que tenha constituído.

Art. 16º Extinguir-se-á o regime fiduciário de que trata esta seção pelo implemento das condições a que esteja submetido, na conformidade do Termo de Securitização de Créditos que o tenha instituído.

§ 1º Uma vez satisfeitos os créditos dos beneficiários e extinto o regime fiduciário, o Agente Fiduciário fornecerá, no prazo de três dias úteis, à companhia securitizadora, termo de quitação, que servirá para baixa, nos competentes Registros de Imóveis, da averbação que tenha instituído o regime fiduciário.

§ 2º A baixa de que trata o parágrafo anterior importará na reintegração ao patrimônio comum da companhia securitizadora dos recebíveis imobiliários que sobejarem.

Seção VII: Das garantias

Art. 17º As operações de financiamento imobiliário em geral poderão ser garantidas por:

I - hipoteca;

II - cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis;

III - caução de direitos creditórios ou aquisitivos decorrentes de contratos de venda ou promessa de venda de imóveis;

IV - alienação fiduciária de coisa imóvel.

§ 1º As garantias a que se referem os incisos II, III e IV deste artigo constituem direito real sobre os respectivos objetos.

§ 2º Aplicam-se à caução dos direitos creditórios a que se refere o inciso III deste artigo as disposições dos arts. 789 a 795 do Código Civil.

§ 3º As operações do SFI que envolvam locação poderão ser garantidas suplementarmente por anticrese.

Art. 18º O contrato de cessão fiduciária em garantia opera a transferência ao credor da titularidade dos créditos cedidos, até a liquidação da dívida garantida, e conterà, além de outros elementos, os seguintes:

I - o total da dívida ou sua estimativa;

II - o local, a data e a forma de pagamento;

III - a taxa de juros;

IV - a identificação dos direitos creditórios objeto da cessão fiduciária.

Art. 19º Ao credor fiduciário compete o direito de:

I - conservar e recuperar a posse dos títulos representativos dos créditos cedidos, contra qualquer detentor, inclusive o próprio cedente;

II - promover a intimação dos devedores que não paguem ao cedente, enquanto durar a cessão fiduciária;

III - usar das ações, recursos e execuções, judiciais e extrajudiciais, para receber os créditos cedidos e exercer os demais direitos conferidos ao cedente no contrato de alienação do imóvel;

IV - receber diretamente dos devedores os créditos cedidos fiduciariamente.

§ 1º As importâncias recebidas na forma do inciso IV deste artigo, depois de deduzidas as despesas de cobrança e de administração, serão creditadas ao devedor cedente, na operação objeto da cessão fiduciária, até final liquidação da dívida e encargos, responsabilizando-se o credor fiduciário perante o cedente, como depositário, pelo que receber além do que este lhe devia.

§ 2º Se as importâncias recebidas, a que se refere o parágrafo anterior, não bastarem para o pagamento integral da dívida e seus encargos, bem como das despesas de cobrança e de administração daqueles créditos, o devedor continuará obrigado a resgatar o saldo remanescente nas condições convencionadas no contrato.

Art. 20º Na hipótese de falência do devedor cedente e se não tiver havido a tradição dos títulos representativos dos créditos cedidos fiduciariamente, ficará assegurada ao cessionário fiduciário a restituição na forma da legislação pertinente.

Parágrafo único. Efetivada a restituição, prosseguirá o cessionário fiduciário no exercício de seus direitos na forma do disposto nesta seção.

Art. 21º São suscetíveis de caução, desde que transmissíveis, os direitos aquisitivos sobre imóvel, ainda que em construção.

§ 1º O instrumento da caução, a que se refere este artigo, indicará o valor do débito e dos encargos e identificará o imóvel cujos direitos aquisitivos são caucionados.

§ 2º Referindo-se a caução a direitos aquisitivos de promessa de compra e venda cujo preço ainda não tenha sido integralizado, poderá o credor caucionário, sobrevindo a mora do promissário comprador, promover a execução do seu crédito ou efetivar, sob protesto, o pagamento do saldo da promessa.

§ 3º Se, nos termos do disposto no parágrafo anterior, o credor efetuar o pagamento, o valor pago, com todos os seus acessórios e eventuais penalidades, será adicionado à dívida garantida pela caução, ressalvado ao credor o direito de executar desde logo o devedor, inclusive pela parcela da dívida assim acrescida.

CAPÍTULO II: Da Alienação Fiduciária de Coisa Imóvel

Art. 22º A alienação fiduciária regulada por esta Lei é o negócio jurídico pelo qual o devedor, ou fiduciante, com o escopo de garantia, contrata a transferência ao credor, ou fiduciário, da propriedade resolúvel de coisa imóvel. (Vide Medida Provisória nº 2.223, de 4.9.2001)

Parágrafo único. A alienação fiduciária poderá ser contratada por pessoa física ou jurídica, podendo ter como objeto imóvel concluído ou em construção, não sendo privativa das entidades que operam no SFI.

Art. 23º Constitui-se a propriedade fiduciária de coisa imóvel mediante registro, no competente Registro de Imóveis, do contrato que lhe serve de título.

Parágrafo único. Com a constituição da propriedade fiduciária, dá-se o desdobramento da posse, tornando-se o fiduciante possuidor direto e o fiduciário possuidor indireto da coisa imóvel.

Art. 24º O contrato que serve de título ao negócio fiduciário conterá:

I - o valor do principal da dívida;

II - o prazo e as condições de reposição do empréstimo ou do crédito do fiduciário;

III - a taxa de juros e os encargos incidentes;

IV - a cláusula de constituição da propriedade fiduciária, com a descrição do imóvel objeto da alienação fiduciária e a indicação do título e modo de aquisição;

V - a cláusula assegurando ao fiduciante, enquanto adimplente, a livre utilização, por sua conta e risco, do imóvel objeto da alienação fiduciária;

VI - a indicação, para efeito de venda em público leilão, do valor do imóvel e dos critérios para a respectiva revisão;

VII - a cláusula dispondo sobre os procedimentos de que trata o art. 27.

Art. 25º Com o pagamento da dívida e seus encargos, resolve-se, nos termos deste artigo, a propriedade fiduciária do imóvel.

§ 1º No prazo de trinta dias, a contar da data de liquidação da dívida, o fiduciário fornecerá o respectivo termo de quitação ao fiduciante, sob pena de multa em favor deste, equivalente a meio por cento ao mês, ou fração, sobre o valor do contrato.

§ 2º À vista do termo de quitação de que trata o parágrafo anterior, o oficial do competente Registro de Imóveis efetuará o cancelamento do registro da propriedade fiduciária.

Art. 26º Vencida e não paga, no todo ou em parte, a dívida e constituído em mora o fiduciante, consolidar-se-á, nos termos deste artigo, a propriedade do imóvel em nome do fiduciário.

§ 1º Para os fins do disposto neste artigo, o fiduciante, ou seu representante legal ou procurador regularmente constituído, será intimado, a requerimento do fiduciário, pelo oficial do competente Registro de Imóveis, a satisfazer, no prazo de quinze dias, a prestação vencida e as que se vencerem até a data do pagamento, os juros convencionais, as penalidades e os demais encargos contratuais, os encargos legais, inclusive tributos, as contribuições condominiais imputáveis ao imóvel, além das despesas de cobrança e de intimação.

§ 2º O contrato definirá o prazo de carência após o qual será expedida a intimação.

§ 3º A intimação far-se-á pessoalmente ao fiduciante, ou ao seu representante legal ou ao procurador regularmente constituído, podendo ser promovida, por solicitação do oficial do Registro de Imóveis, por oficial de Registro de Títulos e Documentos da comarca da situação do imóvel ou do domicílio de quem deva recebê-la, ou pelo correio, com aviso de recebimento.

§ 4º Quando o fiduciante, ou seu representante legal ou procurador regularmente constituído se encontrar em outro local, incerto e não sabido, o oficial certificará o fato, cabendo, então, ao oficial do competente Registro de Imóveis promover a intimação por edital, publicado por três dias, pelo menos, em um dos jornais de maior circulação local ou noutra de comarca de fácil acesso, se no local não houver imprensa diária.

§ 5º Purgada a mora no Registro de Imóveis, convalescerá o contrato de alienação fiduciária.

§ 6º O oficial do Registro de Imóveis, nos três dias seguintes à purgação da mora, entregará ao fiduciário as importâncias recebidas, deduzidas as despesas de cobrança e de intimação.

§ 7º Decorrido o prazo de que trata o § 1º, sem a purgação da mora, o oficial do competente Registro de Imóveis, certificando esse fato, promoverá, à vista da prova do pagamento, pelo fiduciário, do imposto de transmissão *inter vivos*, o registro, na matrícula do imóvel, da consolidação da propriedade em nome do fiduciário. (Vide Medida Provisória nº 2.223, de 4.9.2001)

Art. 27º Uma vez consolidada a propriedade em seu nome, o fiduciário, no prazo de trinta dias, contados da data do registro de que trata o § 7º do artigo anterior, promoverá público leilão para a alienação do imóvel.

§ 1º Se, no primeiro público leilão, o maior lance oferecido for inferior ao valor do imóvel, estipulado na forma do inciso VI do art. 24, será realizado o segundo leilão, nos quinze dias seguintes.

§ 2º No segundo leilão, será aceito o maior lance oferecido, desde que igual ou superior ao valor da dívida, das despesas, dos prêmios de seguro, dos encargos legais, inclusive tributos, e das contribuições condominiais.

§ 3º Para os fins do disposto neste artigo, entende-se por:

I - dívida: o saldo devedor da operação de alienação fiduciária, na data do leilão, nele incluídos os juros convencionais, as penalidades e os demais encargos contratuais;

II - despesas: a soma das importâncias correspondentes aos encargos e custas de intimação e as necessárias à realização do público leilão, nestas compreendidas as relativas aos anúncios e à comissão do leiloeiro.

§ 4º Nos cinco dias que se seguirem à venda do imóvel no leilão, o credor entregará ao devedor a importância que sobejar, considerando-se nela compreendido o valor da indenização de benfeitorias, depois de deduzidos os valores da dívida e das despesas e encargos de que tratam os §§ 2º e 3º, fato esse que importará em recíproca quitação, não se aplicando o disposto na parte final do art. 516 do Código Civil.

§ 5º Se, no segundo leilão, o maior lance oferecido não for igual ou superior ao valor referido no § 2º, considerar-se-á extinta a dívida e exonerado o credor da obrigação de que trata o § 4º.

§ 6º Na hipótese de que trata o parágrafo anterior, o credor, no prazo de cinco dias a contar da data do segundo leilão, dará ao devedor quitação da dívida, mediante termo próprio.

(Vide Medida Provisória nº 2.223, de 4.9.2001)

Art. 28º A cessão do crédito objeto da alienação fiduciária implicará a transferência, ao cessionário, de todos os direitos e obrigações inerentes à propriedade fiduciária em garantia.

Art. 29º O fiduciante, com anuência expressa do fiduciário, poderá transmitir os direitos de que seja titular sobre o imóvel objeto da alienação fiduciária em garantia, assumindo o adquirente as respectivas obrigações.

Art. 30º É assegurada ao fiduciário, seu cessionário ou sucessores, inclusive o adquirente do imóvel por força do público leilão de que tratam os §§ 1º e 2º do art. 27, a reintegração na posse do imóvel, que será concedida liminarmente, para desocupação em sessenta dias, desde que comprovada, na forma do disposto no art. 26, a consolidação da propriedade em seu nome.

Art. 31º O fiador ou terceiro interessado que pagar a dívida ficará sub-rogado, de pleno direito, no crédito e na propriedade fiduciária.

Art. 32º Na hipótese de insolvência do fiduciante, fica assegurada ao fiduciário a restituição do imóvel alienado fiduciariamente, na forma da legislação pertinente.

Art. 33º Aplicam-se à propriedade fiduciária, no que couber, as disposições dos arts. 647 e 648 do Código Civil.

CAPÍTULO III: Disposições Gerais e Finais

Art. 34º Os contratos relativos ao financiamento imobiliário em geral poderão estipular que litígios ou controvérsias entre as partes sejam dirimidos mediante arbitragem, nos termos do disposto na Lei nº 9.307, de 24 de setembro de 1996.

Art. 35º Nas cessões de crédito a que aludem os arts. 3º, 18 e 28, é dispensada a notificação do devedor.

Art. 36º Nos contratos de venda de imóveis a prazo, inclusive alienação fiduciária, de arrendamento mercantil de imóveis, de financiamento imobiliário em geral e nos títulos de que tratam os arts. 6º, 7º e 8º, admitir-se-á, respeitada a legislação pertinente, a estipulação de cláusula de reajuste e das condições e critérios de sua aplicação. (Vide Medida Provisória nº 2.223, de 4.9.2001)

Art. 37º Às operações de arrendamento mercantil de imóveis não se aplica a legislação pertinente à locação de imóveis residenciais, não residenciais ou comerciais.

Art. 37-A (Vide Medida Provisória nº 2.223, de 4.9.2001)

Art. 37-B (Vide Medida Provisória nº 2.223, de 4.9.2001)

Art. 38º Os contratos resultantes da aplicação desta Lei, quando celebrados com pessoa física, beneficiária final da operação, poderão ser formalizados por instrumento particular, não se lhe aplicando a norma do art. 134, II, do Código Civil. (Vide Medida Provisória nº 2.223, de 4.9.2001)

Art. 39º Às operações de financiamento imobiliário em geral a que se refere esta Lei:

I - não se aplicam as disposições da Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, e as demais disposições legais referentes ao Sistema Financeiro da Habitação - SFH;

I - aplicam-se as disposições dos arts. 29 a 41 do Decreto-lei nº 70, de 21 de novembro de 1966.

Art. 40º Os incisos I e II do art. 167 da Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973, passam a vigorar acrescidos, respectivamente, dos seguintes itens: ("Art. 167")

I- 35) da alienação fiduciária em garantia de coisa imóvel.

II- 17) do Termo de Securitização de créditos imobiliários, quando submetidos a regime fiduciário."

Art. 41º O Ministro de Estado da Fazenda poderá expedir as instruções que se fizerem necessárias à execução do disposto nesta Lei.