

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE CONCLUSÃO DE CURSO



PUC  
RIO

**UM ESTUDO DAS CARACTERÍSTICAS DAS DÍVIDAS SECURITIZADAS,  
COMO MODALIDADE DE DÍVIDA CORPORATIVA, OBSERVANDO SEU  
DESENVOLVIMENTO NO CASO BRASILEIRO, NA ÚLTIMA DÉCADA,  
ATRAVÉS DOS FUNDOS DE DIREITOS CREDITÓRIOS - FIDC**

Plínio Simões Barbosa Filho

No. De matrícula: 1910919

Orientador: Stefan Alexander

Outubro de 2023

**"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".**

**"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor".**

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente aos meus pais, Plínio e Christiane que me municiaram, ao longo de toda a minha vida, das melhores oportunidades para que pudesse usufruir de cada uma delas da melhor maneira possível.

Agradeço aos meus irmãos mais velhos, Marcelo, Gustavo e Thomas que em todos os momentos me ensinaram e me guiaram, servindo de inspiração e de exemplo.

Agraço também ao corpo docente do Departamento de Economia que ao longo dos últimos anos foram responsáveis especialmente por atizar a busca pelo conhecimento que permitiu a elaboração desse estudo.

Por fim, agradeço ao professor e orientador Stefan Alexander, a quem muito admiro, pelos ensinamentos e apoio, centrais para a conclusão do trabalho.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO À DÍVIDA CORPORATIVA .....</b>	<b>6</b>
<b>2. CARACTERÍSTICAS DA DÍVIDA CORPORATIVA .....</b>	<b>12</b>
<b>3. DÍVIDA SECURITIZADA.....</b>	<b>13</b>
3.0 Dívida Fiduciária .....	13
3.1 Introdução à Dívida Securitizada ou Securitização .....	14
3.2 Remuneração do Capital Investido por Terceiros.....	18
3.2.1 Estrutura de Pagamentos e Ciclo de Vida do SPV .....	18
3.2.2 Subordinação das Obrigações .....	22
3.3 Securitização de Recebíveis Performados (Presentes) ou Não Performados (Futuros).....	26
<b>4. FUNDOS DE DIREITOS CREDITÓRIOS – FIDCS E O CASO DA SECURITIZAÇÃO BRASILEIRA .....</b>	<b>29</b>
4.1 Introdução aos FIDCs .....	29
4.2 A Securitização Brasileira Antes do FIDC .....	29
4.3 Capitalização.....	30
4.4 Regulamentação.....	31
4.5 Estrutura de Custos e Remuneração do Capital.....	34
<b>5. CONCLUSÕES .....</b>	<b>38</b>
<b>6. BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>40</b>

## 1. INTRODUÇÃO À DÍVIDA CORPORATIVA

*“WHAT IS THE DIFFERENCE between a mere obligation, a sense that one ought to behave in a certain way, or even that one owes something to someone, and a debt, properly speaking? The answer is simple: money. The difference between a debt and an obligation is that a debt can be precisely quantified. This requires money.*

*Not only is it money that makes debt possible: money and debt appear on the scene at exactly the same time. Some of the very first written documents that have come down to us are Mesopotamian tablets recording credits and debits, rations issued by temples, money owed for rent of temple lands, the value of each precisely specified in grain and silver. Some of the earliest works of moral philosophy, in turn, are reflections on what it means to imagine morality as debt – that is, in terms of money.”<sup>1</sup>*

O conceito de obrigação do ponto de vista moral está presente ao longo de toda tradição judaico-cristã e abundam exemplos nas escrituras sagradas. São obrigações de todas as naturezas, conforme exemplificam, por exemplo, os Dez Mandamentos. Entretanto, em algum momento da história a prevaência das relações de troca sobre as outras formas de relacionamento transformaram algumas destas obrigações morais em obrigações financeiras que chamamos de dívidas.

*“Until the early twentieth century, all available evidence seemed to corroborate this pictographic theory of the origins of literacy. The earliest writing indeed appeared suddenly in the archeological record, and did so in the form of Egyptian*

---

<sup>1</sup> GRAEBER, David. **Debt - Updated and Expanded. Melville House**

*hieroglyphs, ancient Chinese character, and the colourful pictograms of the pre-Columbian Aztec codices. In 1929, however, a new discovery turned the theory on its head. Excavations at Mesopotamian Uruk uncovered a vast archive of clay tablets inscribed with detailed accounts of palace and temple transactions. Dating from the late fourth millennium bc, the writing on these tablets represented by far the oldest specimens ever discovered.”<sup>2</sup>*



*Uma tabuleta de barro, do II milênio a.C, da Mesopotâmia, frente (acima), e costas (página oposta). A inscrição declara que Amil-mirra pagará 330 medidas de cevada ao portador da tabuleta na época da colheita.*

O primeiro registro encontrado de escrita humana foi descoberto em 1929 na Mesopotâmia. Contrariando a expectativa de que este trataria de motivações mais nobres humanas em linha com descobertas no Egito e na China, estes registros humanos são registros de contabilidades envolvendo transações entre o Palácio e o Templo,

---

<sup>2</sup> **FELIX, Martin.:** Money – The Unauthorized Biography from coinage to cryptocurrencies. Alfred A. Knopf Ed. 2012

acumulando o título de registro escrito e evidência de uma dívida financeira de que sem tem notícia.

Existe uma diferença fundamental entre um Dívida Financeira e um outra forma de Obrigação Moral, e este reside no fato que a Dívida Financeira é perfeitamente limitada pela obrigação de pagar em alguma unidade monetária. Apesar deste conceito parecer óbvio ao nosso olhar no século XIX, foi uma evolução longa na história da humanidade. Durante longos períodos e em diversas sociedades as obrigações monetárias eram confundidas com outras formas de obrigações morais, tanto em sua natureza, quanto em sua obrigação final. Na idade média europeia, por exemplo, era comum a perda da liberdade do credor ou de um familiar, na forma de servidão, como consequência de uma inadimplência financeira, que poderia ter sua origem em naturezas diversas.

O nosso estudo não visa tratar da infinidade de obrigações financeiras que podemos classificar de dívidas, mas apenas daquelas que chamamos de Dívidas Corporativas. O conceito de Corporação, onde a empresa tem identidade jurídica própria e é a única responsável por suas obrigações financeiras é mais recente do que se imagina. Como podemos ver na citação a seguir do professor Robert Schiller, este conceito ainda era fluído até o século XIX.

*“Another term that I just want to use, corporation. Corporation comes from the Latin corpus, meaning body. The idea of a corporation is like a legal person. The lawyers say natural person. Each one of you is a natural person, but there are artificial persons as well, and the corporation is called an artificial person, even though it really only is owned by people. It's like a slave belonging to the shareholders. So, that's the origin of the term. Actually, corporations go back to ancient Rome where they were called publicani, and they had a stock market in the Roman forum, but they were never allowed to proliferate. The laws encouraging them did not create a swell of new companies. They were very few of them. It wasn't until the 19th century that corporations really became important.*

*Now, a corporation is owned by the shareholders, and in most corporations all the shareholders are equal. That's why we call it equity. And they all have one vote. It's one share, one vote. Not always. There have been exceptions. There are non-voting shares, but usually they all vote. And the idea is that the shareholders vote to elect a board of directors. This is what they call shareholder democracy. It's inspired by political democracy. They were going to set up a company that's democratic, but it's not democratic in that every person has a right to vote. It's each share has a right to vote. And so, that's the essential idea”<sup>3</sup>*

Conjuntamente com o conceito de Corporação surge uma característica jurídica que transforma de forma definitiva a natureza das Dívidas Corporativas, que se cunhou por Limited Liability. Ao limitar às obrigações dos acionistas ao capital investido e separa a propriedade da gestão, surge o conceito de Estrutura de Capital e tudo o que conhecemos no campo de finanças corporativas.

*“Limited liability has kind of a complicated history. But according to a history by David Moss, who was a Yale history graduate student when he wrote this, but is now at Harvard Business School, limited liability really took hold in 1811 with a corporate law in the state of New York which represented a significant invention. The corporate law of New York in 1811 actually had two important components. The first component was, anybody can start a corporation. Just file the papers with the government of New York, and you've got a corporation. There may have been some regulatory requirements, but the point was, you didn't need an act of congress, or an act of parliament, to start a corporation. It used to be very hard to start a company, because people would say, well, what's your purpose? And*

---

<sup>3</sup> Schiller, Robert. **Financial Markets, Open Yale Course, 2011**

*you know, we don't just do this automatically. That was the first part of the New York law in 1811.*

*But the second part is particularly interesting. They said under no circumstances can the shareholders be sued. You put in your money to the company, that's it. You are protected by the law. No worries about that. Now, this was the first corporate law in the world, according to Moss, that imposed limited liability as a clear right of the shareholder.*

*There were limited liability clauses before, but it was never so crystal clear. At the same time, around 1811, other states in the United States were looking at New York and saying, you're crazy. What are you doing? You can't sue the shareholders? They could do something irresponsible.*

*And so, the state of Massachusetts, at around the same year, made a completely opposite law. They made it clear that the shareholders are responsible. You invest in a company, you're responsible. And that's the only way it's fair, they thought. Well, guess what happened? New York became the financial center of America. Nobody wanted to set up a company in Massachusetts anymore, because they couldn't raise money. The capitalists were at risk. If you bought one share in a company in Massachusetts, and the company did something criminal, let's say, or bad, I don't know, something bad, then they come, they might sue the company, and then come looking for anybody who is among the shareholders. You owned one share in the company, so we can take everything from you. We can take your house, your car. Well, you didn't have a car. Take whatever you have. So the rule was, be really careful before you invest in any company. And you've got to watch them all the time. But you know what that did? That kept Massachusetts down. Because nobody wanted to do that. I mean you'd only invest with trusted friends. You'd never invest in just some random company.”<sup>4</sup>*

---

<sup>4</sup> Schiller, Robert. **Financial Markets, Open Yale Course, 2011**

O grande salto na compreensão da importância e impacto da estrutura de capital no valor da Corporação surgiu em decorrência do famoso artigo de Modigliani e Miller publicado American Economic Review em junho de 1958 intitulado “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”. A partir do chamado Teorema de Modigliani-Miller compreendeu-se que em circunstâncias definidas pela Hipótese de Mercado Eficiente, assim denominada pelo economista da Universidade de Chicago, Eugene Fama, e em equilíbrio, a estrutura de capital não altera o valor da corporação, mas determina o retorno do acionista (return on equity). Portanto, a alavancagem é determinante para o retorno dos acionistas em decorrência da diferença existente entre o custo do capital de terceiros (as dívidas) e o custo de capital do acionista (que em equilíbrio é igual ao retorno dos acionistas).

Na grande maioria dos modelos e artigos referentes à estrutura de capital só existe uma modalidade de endividamento que seria uma dívida sênior e fiduciária. Este trabalho é motivado pelo interesse de entender uma variante na variedade de formas de “endividamento” existem para as Corporações brasileiras, quais suas características e diferenças, tanto financeiras como jurídicas. Entendendo “endividamento” como as modalidades de obtenção de capital (“*fund raising*”) de Capital de Terceiros, distintos do Capital Próprio, que é o capital aportado pelos acionistas.

## 2. CARACTERÍSTICAS DA DÍVIDA CORPORATIVA

Um contrato de dívida se dá quando um credor empresta dinheiro para um devedor e tem como principais características, um principal, sendo o valor de face do título, a ser pago na data de vencimento, uma taxa de juros, incidente sobre o valor do principal e que indica o rendimento do título e uma maturidade, que indica o tempo até a data de vencimento do título. Além disso, tende a contar com um cupom, que é o valor pago ao final de cada período acordado, uma garantia (ou colateral), que pode se dar de diversas formas, entre outras ferramentas de segurança para o credor, que iremos analisar mais a fundo no decorrer deste estudo.

O objeto deste estudo se concentra na escala de garantias e recursividade existente na **Dívida Securitizada ou Securitização**, que é uma modalidade superior na forma de segregação de um ativo ou direito, podendo ser presente ou futuro, mas podendo ter (e tendo na maioria das vezes) menor ou nenhuma recursividade à Corporação originária deste instrumento, em uma estrutura independente que no limite pode ser por si só um modelo de Limited liability. Vale ressaltar que, apesar de nos referirmos a Securitização como uma forma de dívida corporativa, em diversas situações sua estrutura final pode não vir a ser considerada uma dívida corporativa do ponto de vista formal, já que, a transação existente consiste em uma “venda” de recebíveis ou fluxo de caixa futuro. A denominação, nestes casos, de dívida é uma forma de ressaltar o fato desta modalidade servir para obtenção de Capital de Terceiros, analogamente à uma dívida corporativa usual.

As Dívidas Corporativas podem, no que se refere ao nível de garantias e recursividade, se dar de maneiras distintas na teoria e na prática, precisando se adequar às demandas do investidor nacional. O objetivo do nosso estudo é observar como se dá a Dívida Securitizada, ou Securitização, na teoria e como ela evoluiu nas últimas décadas no Brasil na forma dos FIDCs.

Inicialmente, discutiremos como a Dívida Securitizada descrita acima é usualmente estruturada no mercado internacional, especialmente nos EUA. Em seguida a forma que evoluiu no Brasil, através de veículos na forma de fundos de investimentos, de modo a dar maior segurança jurídica aos investidores brasileiros em virtude do ambiente jurídico e fiscal existente.

### 3. DÍVIDA SECURITIZADA

As Dívidas Corporativas se dão de distintas formas e maneiras, através de diversos mecanismos diferentes, que por sua vez possuem características específicas de garantia, recursividade e senioridade. O objetivo desse estudo é explorar detalhadamente como cada uma dessas características se apresenta na Dívida Securitizada.

Ao emitir uma dívida, o credor e o devedor precisam chegar a um acordo quanto às condições de seu pagamento. Para conseguirem chegar a taxas, prazos e condições aceitáveis para ambas as partes envolvidas, os participantes dos mercados de dívida exploram diversos mecanismos que viabilizem operações com condições de crédito mais baratas para o tomador, ao mesmo tempo em que resultem ao investidor a segurança necessária para que ele mitigue seu risco, ajustando o retorno esperado em seu investimento ao risco proposto.

#### 3.0 Dívida Fiduciária

A dívida corporativa tradicional nos balanços das empresas é a chamada Dívida Fiduciária. É um instrumento de dívida, na forma de um contrato entre as partes ou um título comercializável em mercado, que garante ao credor o direito de cobrar suas obrigações financeiras acordadas junto ao tomador, no caso de inadimplência. Quando a Dívida Fiduciária possui certos ativos como garantia, chamamos de Dívida Colateralizada, pois estes ativos são separados dos demais ativos operacionais da companhia, por algum mecanismo jurídico, de forma a proteger os credores e garantir que os ativos em garantia não estejam disponíveis no caso de *default (inadimplência de alguma das obrigações financeiras ou covenants)* e que não sejam alocados ou utilizados de forma indevida, como por exemplo para garantir outra nova dívida. Para isso, esses ativos são alocados em um fideicomisso (que seria equivalente a *trust* existente no direito britânico, com características próprias a cada sistema jurídico), que são os mecanismos legais utilizados para segregar os ativos fiduciários até que a dívida seja integralmente quitada ou até os mesmos serem reivindicados pelo credor no caso de inadimplência.

“De forma simplificada, a estrutura do fideicomisso pode ser definida como aquela em que uma pessoa física ou jurídica transfere temporariamente a propriedade de determinados bens ou direitos para outra pessoa física ou jurídica, até atingir determinado fim ou por um prazo determinado. Cumprida a finalidade ou o decurso do prazo previamente estabelecidos, aquele que detém a propriedade temporária deve transferir os bens a terceiro ou devolvê-los ao proprietário original. Segundo um conceito mais elaborado, o fideicomisso pode ser definido como o negócio jurídico por meio do qual uma pessoa (chamada de fideicomitente) transfere a propriedade resolúvel<sup>2</sup> de determinados bens ou direitos a outra (fiduciário) para realização de um fim determinado, a favor de uma terceira pessoa (fideicomissário).”<sup>5</sup>

### 3.1 Introdução à Dívida Securitizada ou Securitização

*“Securitization is a well-established practice in the global debt capital markets. It refers to the sale of assets, which generate cash flows, from the institution that owns them, to another company that has been specifically set up for the purpose, and the issuing of notes by this second company. These notes are backed by the cash flows from the original assets. The technique was introduced first as a means of funding for mortgage banks in the United States, with the first such transaction generally recognized as having been undertaken by Salomon Brothers in 1979. Subsequently, the technique was applied to other assets such as credit card payments and leasing receivables, and has been employed worldwide.”<sup>6</sup>*

---

<sup>5</sup> SENRA, Andressa Biato et al. **O fideicomisso como facilitador do crédito na América do Sul. 2007.**

<sup>6</sup> BAIG, Suleman & CHOUDHRY, Moorad. **The Mechanics of Securitization – A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-Backed Security Transactions, Oldrich Masek, JPMorgan Chase, Chapter 1.**

No que pode ser descrito como uma evolução da lógica aplicada às Dívidas Colateralizadas, em que o intuito é separar o ativo garantidor do balanço da emissora, o processo de Securitização de recebíveis é uma evolução desta modalidade que se destaca no cenário internacional desde a década de 70, a partir da securitização de um arrendamento de computadores.

Na Dívida Securitizada o primeiro passo é constituir uma empresa, ou algum outro ente jurídico (*special purpose vehicle – SPV*) para abrigar os ativos geradores de caixa adquirido por esse SPV, de modo a separar todo o fluxo de caixa advindo daqueles ativos, direcionando-os para dentro dessa nova companhia ou ente jurídico apartado da companhia original. O objetivo aqui é garantir que o fluxo de caixa gerado pelo ativo garantidor ofertado pela empresa tomadora seja legalmente transferido ao veículo, sem que esse esteja exposto ao possível risco de crédito, ou até mesmo falência da empresa original, que em outra modalidade seria o devedor desta obrigação. Vale destacar que o investidor ainda pode estar exposto a outros riscos (como o de performance) que iremos abordar ao longo do estudo, no caso da Securitização de Ativos Não Performados.

Após constituído o SPV, essa nova empresa adquire os direitos creditórios de uma companhia a uma taxa de desconto acordada, dando a liquidez necessária para a empresa, assim como o retorno esperado pelo investidor. Por isto que, anteriormente, ressaltamos que a Dívida Securitizada ou Securitização não é necessariamente uma “dívida” da empresa original, pois, quando não há aval ou direito de regresso destes direitos creditórios à empresa original sua obrigação se limita a venda destes direitos ao SPV. Não resultando em nenhuma dívida financeira registrada em seu Passivo, entretanto, acarretando em uma diminuição de seu Ativo, seja presente ou futuro.

O SPV pode, inclusive, adquirir fluxos de caixa de diversas fontes diferentes, diversificando o risco de seu portfólio e transformando, através da securitização, uma base heterogênea de títulos de dívida, com maturidades, taxas e riscos diferentes em um único balanço.

Essa nova empresa ou entidade jurídica, como qualquer outra, possui em seu balanço o Ativo, o Passivo e o Patrimônio Líquido, ou forma equivalente, sob nomenclatura específica para cada tipo de entidade jurídica, que para fins de simplificação vamos chamar de Ativo, *Debt* e *Equity*. O investidor, por meio da SPV, pode optar por financiar

essa operação de crédito apenas com *Equity*, ou seja, capital próprio, ou pode optar por captar esse recurso com terceiros, a uma taxa mais baixa do que a utilizada para descontar o fluxo de caixa adquirido.

*“The process of structuring a securitization deal ensures that the liability side of the SPV—the issued notes—carries lower cost than the asset side of the SPV. This enables the originator to secure lower-cost funding that it would not otherwise be able to obtain in the unsecured market.”*<sup>7</sup>

Em ambos os cenários, o SPV inicia suas operações com Caixa em seu ativo, que logo é usado na aquisição dos ativos securitizados. Em seguida, a empresa passa a possuir um ativo composto pelos ativos geradores de caixa, que ao longo do tempo vai remunerar o capital investido de acordo com a taxa de desconto negociada na aquisição destes recebíveis ou em virtude do preço pago por direitos creditórios futuros. Da mesma forma que uma corporação, se o financiamento do SPV se der por meio de capital de terceiros (captação de recursos com credores e/ou investidores de mercado), o SPV, como seu equivalente em uma corporação, passa a ter em seu Passivo uma dívida financeira (*Debt*) que pressupõe uma remuneração acordado. Desse modo, o SPV possui uma dívida com terceiros que possui um cronograma de amortização e pagamentos de juros que devem ser honrados. Para tal, a remuneração dos ativos adquiridos precisa ser superior à paga a título de dívida. Como o SPV é constituído inicialmente com a capitalização de recursos próprios (*Equity*), no caso da remuneração dos ativos for inferior à obrigação existente com a dívida (*Debt*) os recursos adicionalmente necessários resultarão da disponibilidade dos recursos próprios até a sua totalidade. A subordinação dos recursos próprios (*Equity*) às obrigações financeiras com recursos de terceiros (*Debt*) é exatamente o princípio do Limited Liability existente nas corporações, conforme descrevemos anteriormente.

---

<sup>7</sup> Choudhry, Moorad; Suleman Baig. **The Mechanics of Securitization: A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-Backed Security Transactions (Wiley Finance Book 193) (p. 29). Wiley. Edição do Kindle.**

Dessa forma, o mecanismo da Securitização permite maior acesso à recursos, em termos e condições, para às empresas originadoras destes direitos creditórios, uma vez que o SPV age como intermediador entre o investidor e as empresas originais que buscam recursos na forma de crédito. Esta expansão do acesso aos recursos resulta em um mercado de crédito mais líquido e eficiente para os investidores em títulos de crédito. Os investidores passam a ter acesso a um mercado mais abrangente, muitas vezes de empresas de pequeno e médio porte que não conseguiam acessar certos mercados e investidores com suas dívidas corporativas, num mesmo título, diversificando o risco e em um instrumento com retorno ajustado ao risco significativamente melhor do que o risco corporativo dos emissores originais. Além disso, o financiamento de SPVs por terceiros permite uma alavancagem do *Equity* do originador da operação, permitindo um maior retorno do capital próprio (return on equity), permitindo alcançar mercados maiores e diversificar de maneira mais efetiva os ativos adquiridos.

*“Securitization is a process where financial assets are sold to a special purpose vehicle (SPV) from the originator of the assets. Assets securitized are primarily loans and leases, but many other types of receivables and financial obligations, such as accounts receivable or utility charges, have found their way into the asset-backed securities (ABS) market. The use of an SPV in securitization is a critical step because the assets need to be isolated from a potential bankruptcy of the originator.*

*This bankruptcy remoteness allows the debt of the SPV (the ABS bonds) to carry credit ratings that are likely to be higher than those of the originator of the loans or leases backing the securities that are sold to investors. The vast majority of ABS, roughly 80%, carries a AAA rating from one or more credit rating agencies. In the event of the insolvency or bankruptcy of the lender, the cash flows from the assets are designed to stand on their own to service the ABS debt. The assets backing the bonds would not be consolidated into the bankruptcy estate.”<sup>8</sup>*

---

<sup>8</sup> Frank J., FABOZZI. **The Handbook of Fixed Income Securities (McGraw Hill) (p. 665). McGraw Hill. Ninth Edition.**

A Securitização é uma excelente ferramenta para o investidor, visto que diminui significativamente o risco de *default* do credor, aumentando o *rating* do título, por serem estruturados de tal forma a tornarem os ativos geradores de caixa praticamente independentes de seus donos originais, garantindo que mesmo no caso da falência da empresa originadora dos direitos creditórios, o fluxo de caixa dos ativos se direcione à estrutura do SPV. A Securitização pode se dar em cima de diversos tipos de ativos, como veremos abaixo, porém sempre seguindo o mesmo modelo de execução.

### 3.2 Remuneração do Capital Investido por Terceiros

O SPV remunera o capital próprio e de terceiros através de algumas estruturas diferentes, podendo gerar retornos e garantias distintos para seus investidores, a depender da classe do título detido pelo investidor, como veremos mais adiante quando abordarmos o conceito de *cash waterfall*. Essa remuneração, no entanto, precisa passar por algumas fases até chegar na efetiva amortização do principal captado com terceiros. Sendo assim, é a duração dessas fases que determinam a longevidade do SPV. Essas etapas podem, inclusive, ser antecipadas, a depender do atingimento ou não de métricas pré-estabelecidas na elaboração do SPV, que garantem ao investidor níveis adicionais de garantia.

#### 3.2.1 Estrutura de Pagamentos e Ciclo de Vida do SPV

Antes de remunerar o investidor no capital próprio o SPV precisa arcar com todos os custos advindos da securitização, como os cupons pagos aos investidores (juros em cima do capital investido), taxas de serviço pagas aos terceiros administradores dos ativos garantidores adquiridos, custos de estruturação como taxas legais e administrativas, desconto, inadimplência ou baixa do principal dos ativos garantidores, entre outros.

*“The primary components of the finance charge collections by a credit card master trust include the monthly interest collected on the outstanding account balance (the APR), any annual or late fees, recoveries on charged-off accounts, inter-change, and discounted principal receivables. When expressed as a percentage of the trust's receivables balance, finance charge collections are called the portfolio yield. The portfolio yield can be thought of as the top-line revenue number of the master trust.*

*Most master trusts in use today (master owner or issuance trusts) allocate finance charge collections on a socialized basis. In such a structure, finance charges are allocated to each series within a group based on need. Need is determined by the costs incurred by each series- the bond coupon, servicing fees, and allocated charge-offs based on the size of the series in the group. The expenses for the group are the weighted average of the expenses for each series. Since servicing and charge-offs are allocated on a pro rata basis, the series with higher coupon costs would receive a larger allocation of finance charge collections. The advantage of this method is that collections are combined to help support higher-cost series.”<sup>9</sup>*

Ao enxergarmos o SPV como uma companhia com um Demonstrativo de Resultados e Balanço Patrimonial, podemos entender esses custos como os custos e despesas desta empresa ou veículo legal. Esses custos costumam ser calculados como um percentual fixo do rendimento do SPV ou custos fixos, e alocados de forma proporcional pelas diferentes classes de títulos de acordo com o custo de cada uma. Um SPV emite diferentes classes de títulos, com diferentes remunerações e níveis de garantia. Dessa forma, se os custos de uma classe são maiores que o de outra, uma maior parte dos custos será alocado nessa classe específica. O conceito de classes ficará mais claro quando abordarmos a senioridade dos títulos emitidos pelo SPV.

---

<sup>9</sup> Frank J., FABOZZI. **The Handbook of Fixed Income Securities (McGraw Hill) (p. 654). McGraw Hill. Ninth Edition.**

Após se utilizar do principal captado para a aquisição da primeira leva de recebíveis, esses recebíveis começam a gerar caixa, na medida em que são pagos pelo terceiro que o tem como passivo. Nesse momento, o SPV entra no período de renovação (“*revolving period*”), reinvestindo os retornos gerados por meio do principal captado em novos recebíveis, remunerando apenas o juro ao investidor. Esse processo se repete, adquirindo sempre novos recebíveis, garantindo o retorno do investidor e prolongando a vida do SPV.

*“Revolving structures revolve the principal of the assets; that is, during the revolving period, principal collections are used to purchase new receivables that fulfill the necessary criteria.”*<sup>10</sup>

Com o fim do período de renovação, se dá início ao período de amortização (“*amortization period*”), quando o recolhimento do principal investido é utilizado para amortizar o capital investido por terceiros. Esse período de amortização pode acontecer de duas formas diferentes, sendo a primeira chamada “*controlled amortization*”, quando o principal é amortizado junto com os cupons finais pagos pelo SPV. Já no modelo de “*controlled accumulation*”, o principal é pago com um *bullet* ao final do período de renovação.

Quando o capital investido gera retornos além dos juros pagos ao investidor, temos uma diferença entre o valor dos juros pagos e os juros advindos dos recebíveis adquiridos. Essa diferença chamamos de “*excess spread*” e é a partir dele que é constituída a reserva de capital (“*cash reserve*”), designada para cobrir parte das eventuais perdas geradas pelo conforme for necessário. Após o preenchimento satisfatório da reserva, temos o “*seller interest*”, que será abordado em maior detalhe mais à frente, mas que é basicamente a

---

<sup>10</sup> Choudhry, Moorad; Suleman Baig. **The Mechanics of Securitization: A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-Backed Security Transactions** (Wiley Finance Book 193) (p. 34). Wiley. Edição do Kindle.

remuneração do capital do patrocinador do SPV, responsável pela parte que denominamos anteriormente de *Equity*.

*“Excess spread is the amount of interest collected above and beyond that needed to pay interest to bondholders and pay the ongoing expenses of the transaction. This is the first line of defense against losses in most ABS because it can absorb credit losses in each period. The excess interest usually goes back to the servicer if it is not used in a particular payment period, or in some cases it is trapped in an account for the benefit of the bondholders.*

*A cash reserve account may be fully funded at the closing of the ABS transaction, or it may be added to or funded over time by retaining (i.e., trapping) the excess spread. The reserve account is available to provide the deal with additional liquidity in the event that interest or principal collections are less than expected. Cash reserve accounts may also come with a floor on them that allow funds to be distributed to the originator if credit performance meets certain objectives in terms of quantitative tests. Individual ABS transactions should be reviewed for the details of any reserve release conditions”* <sup>11</sup>

Como medida de proteção ao capital investido por terceiros, existem algumas metas que o SPV precisa atingir para permanecer no período de renovação. Caso o SPV acione alguns gatilhos pré-determinados, pode acabar sendo obrigado a amortizar de forma antecipada o capital dos investidores. Esses gatilhos são desenvolvidos de forma a proteger o investimento dos detentores dos títulos e resultam na amortização antecipada da dívida caso o SPV não esteja performando de acordo com a expectativa dos investidores e conseqüentemente não seja capaz de honrar com suas obrigações.

---

<sup>11</sup> Frank J., FABOZZI. **The Handbook of Fixed Income Securities (McGraw Hill) (p. 667). McGraw Hill. Ninth Edition.**

Alguns exemplos de gatilhos para o acionamento da amortização antecipada são; a incapacidade de manter um “*excess spread*”, a remuneração aquém do acordado da cota mais júnior (ou do *seller interest*), incapacidade de honrar com os pagamentos dos cupons, incapacidade de renovar os recebíveis, entre outros.

### 3.2.2 Subordinação das Obrigações

*“All securitization structures incorporate a cash waterfall process, whereby the cash that is generated by the asset pool is paid in order of payment priority. Only when senior obligations have been met can more junior obligations be paid. An independent third-party agent is usually employed to run tests on the vehicle to confirm that there is sufficient cash available to pay all obligations. If a test is failed, then the vehicle will start to pay off the notes, starting from the senior notes.”*<sup>12</sup>

Um SPV possui uma série de obrigações que precisa honrar. Essas obrigações possuem níveis de senioridade, umas sendo subordinadas às outras. Assim como em uma companhia tradicional, antes do pagamento das dívidas, nesse caso os juros (cupons) pagos aos detentores dos títulos, a empresa precisa arcar com seus custos e despesas, como taxas legais e administrativas do SPV, mencionadas em maior nível de detalhe acima.

Ao emitir os títulos, o SPV o faz em diferentes classes, com diferentes retornos e diferentes níveis de senioridade e subordinação. A subordinação das classes determina a hierarquia dos títulos emitidos, determinando quais títulos possuem prioridade dentro da estrutura de capital do SPV.

---

<sup>12</sup> Choudhry, Moorad; Suleman Baig. **The Mechanics of Securitization: A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-Backed Security Transactions (Wiley Finance Book 193) (p. 36). Wiley. Edição do Kindle.**

*“Subordination is the issuance of other classes of securities that would be junior in priority for receiving principal repayment. Many ABS transactions have rated subordinated classes that are sold to third-party investors. Most structures have ratings on these securities from AA to BBB, but it is not unusual to see a BB-rated class at the bottom of the capital structure. This allows an issuer to receive a higher advance rate against its pool of receivables, and it can satisfy investors with differing risk profiles.”*<sup>13</sup>

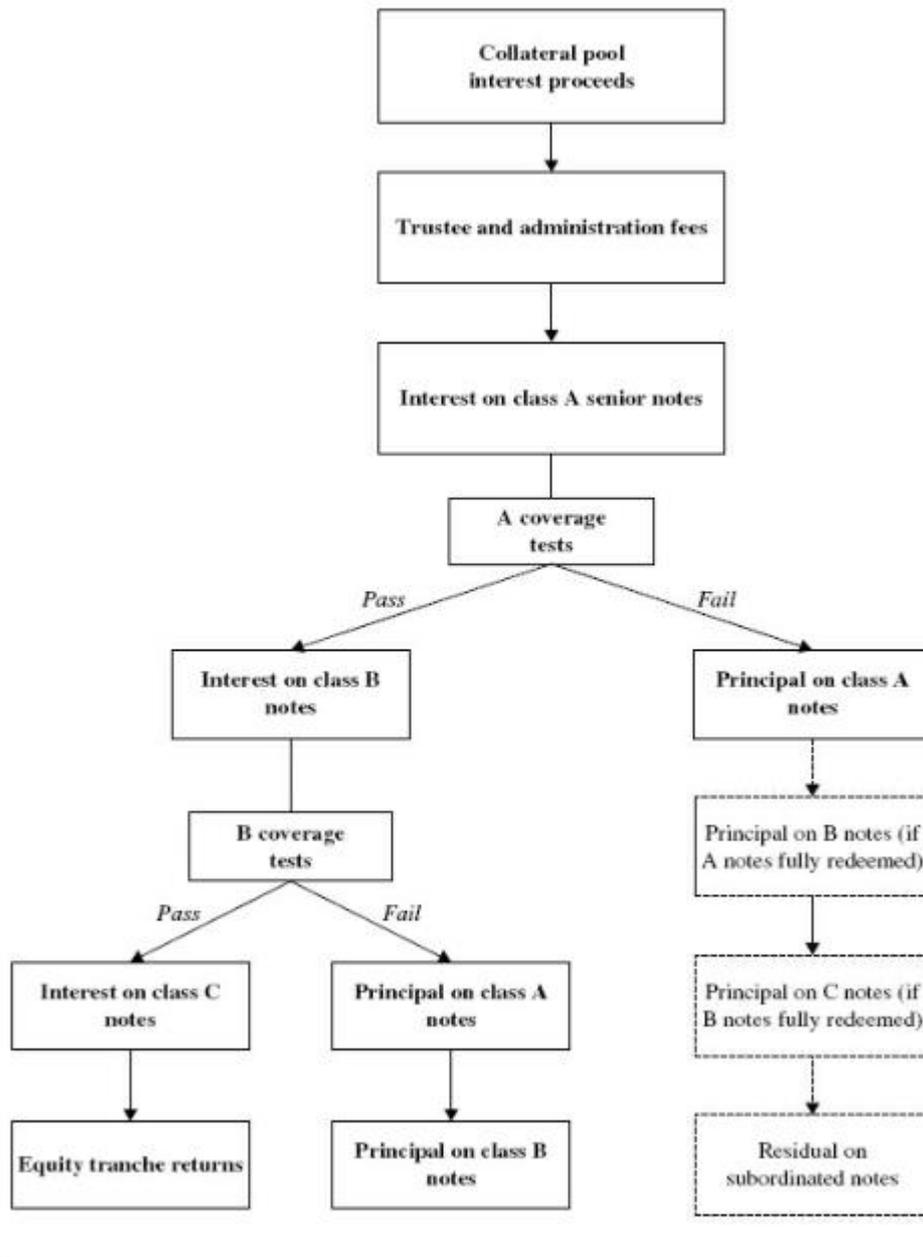
A nota sênior (Classe A) é a mais sênior, sendo a que costuma ser mais representativa dentro da estrutura de capital do SPV, representando em média 80% da dívida. A Classe A possui um rendimento menor do que o restante das classes, mas possui prioridade frente a todas as outras classes, sendo a primeira a ser amortizada em caso seja necessária a amortização antecipada dos títulos, como visto anteriormente e exemplificado no quadro a seguir. Por possuir prioridade na amortização, a Classe A possui um *rating* de crédito mais elevado em comparação com as outras classes.

A nota júnior (Classe C), em contrapartida, é a mais júnior das cotas, sendo muitas vezes detida pelo originador do SPV. Por possuir o menor nível de garantia, é a mais mal avaliada, tendo o pior *rating*. No entanto, também é a que gera maior retorno, devido ao grau mais elevado de risco associado.

Além das notas sênior e júnior, o SPV pode optar por emitir outras classes de notas entre as duas, as chamadas notas mezanino, que possuem um retorno e um perfil de risco intermediário entre a nota sênior e a nota júnior. Esse mecanismo de emissão de classes distintas satisfaz os diferentes apetites a risco do mercado.

---

<sup>13</sup> Frank J., FABOZZI. **The Handbook of Fixed Income Securities (McGraw Hill) (p. 667). McGraw Hill. Ninth Edition.**



“Exhibit 1.2: Cash flow waterfall (priority of payments)”<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Choudhry, Moorad; Suleman Baig. *The Mechanics of Securitization: A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-Backed Security Transactions* (Wiley Finance Book 193) (p. 37). Wiley. Edição do Kindle.

A amortização dos títulos emitidos pelo SPV se dá como apresentado no quadro acima, partindo das obrigações administrativas, passando pelas classes a partir dos seus níveis de senioridade.

Como descrito acima, caso o SPV não atinja determinadas metas, gatilhos podem ser acionados que obrigam o veículo a antecipar as amortizações. Nesse caso, a amortização deverá seguir um determinado modelo, que amortiza primeiro as cotas mais sêniores, para depois amortizar as cotas mais júniores e o *equity*. Por isso a performance do SPV é tão importante. Ele precisa estar gerando *excess spread* para poder remunerar o *equity*, visto que é o último na linha de sucessão da amortização.

Após o pagamento dos juros dos títulos da Classe sênior, o SPV é submetido a testes para checar se acionam ou não os gatilhos de liquidez mencionados. Caso seja rejeitado em um desses testes e acione algum gatilho, a Classe sênior é amortizada. Em seguida, caso ainda haja recursos no SPV após a amortização integral da classe sênior, as classes seguintes são amortizadas, conforme senioridade e seguindo o mesmo critério.

Caso passe no teste e não acione nenhum gatilho, o SPV paga os juros devidos à classe seguinte e é submetido novamente aos testes de liquidez e o procedimento se repete, até a amortização total das classes.

Dessa forma, caso as receitas geradas a partir dos recebíveis securitizados não sejam suficientes para cobrir a amortização de todas as classes, o primeiro a sofrer perdas em seu capital é a nota júnior, por ser a com menor senioridade e mais exposta ao risco.

*“The most junior note is the lowest rated or nonrated. It is often referred to as the first-loss piece, because it is impacted by losses in the underlying asset pool first. The first-loss piece is sometimes called the equity piece or equity note (even though it is a bond) and is usually held by the originator.”*<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Choudhry, Moorad; Suleman Baig. **The Mechanics of Securitization: A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-Backed Security Transactions** (Wiley Finance Book 193) (pp. 31-32). Wiley. Edição do Kindle.

### 3.3 Securitização de Recebíveis Performados (Presentes) ou Não Performados (Futuros)

*“The flexibility of securitization is a key advantage for both issuers and investors. Financial engineering techniques employed by investment banks today enable bonds to be created from any type of cash flow. The most typical such flows are those generated by high-volume loans such as residential mortgages and car and credit card loans, which are recorded as assets on bank or financial house balance sheets. In a securitization, the loan assets are packaged together, and their interest payments are used to service the new bond issue.*

*Bonds securitizing mortgages are usually treated as a separate class, termed mortgage-backed securities, or MBSs. Those with other underlying assets are known as asset-backed securities, or ABSs. The type of asset class backing a securitized bond issue determines the method used to analyze and value it. The asset-backed market represents a large and diverse group of securities suited to a varied group of investors.”*<sup>16</sup>

No principal mercado destes títulos, o mercado americano, os títulos securitizados podem ser divididos em grupos, sendo a primeira divisão entre *mortgage-backed securities*, (MBS) e *asset-backed securities* (ABS). A primeira classe de títulos securitizados mencionada utilizava como recebíveis para a securitização os direitos creditórios das hipotecas pagas pelas famílias americanas. Já a segunda securitiza outros tipos de recebíveis que não hipotecas, sendo eles recebíveis de cartão de crédito, empréstimos, entre outros. A classe de ABSs também pode ser dividida em recebíveis ou direitos performados/presentes e não performados/futuros. E esta distinção é importante para

---

<sup>16</sup> Choudhry, Moorad; Suleman Baig. **The Mechanics of Securitization: A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-Backed Security Transactions** (Wiley Finance Book 193) (p. 22). Wiley. Edição do Kindle.

entendermos o mercado brasileiro onde os direitos creditórios advindos das hipotecas historicamente não são tão relevantes.

Recebíveis performados ou presentes, são aqueles direitos creditórios que a companhia possui em cima de transações já realizadas. As empresas vendem esses recebíveis para melhorar sua liquidez, tendo acesso a recursos hoje que só se realizariam no futuro. Para o investidor que adquire esses direitos, o único risco ao qual ele se expõe é o de crédito, caso a contraparte de *default* no recebível que ele comprou. Com isso, a precificação desses ativos para fins de antecipação e securitização é mais fácil, dado que a mensuração do risco precisa levar em conta apenas o risco de crédito. São exemplos de recebíveis performados, boletos, pagamentos de cartão de crédito, empréstimos, financiamentos, hipotecas, entre outros. Como veremos mais adiante, esta é a modalidade mais comum no mercado brasileiro desenvolvido a partir de FIDCs, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

Já a securitização de recebíveis futuros ou não performados, antecipa um fluxo de caixa futuro e não realizado, que a companhia espera receber, decorrente de alguma forma de contrato ou projeção, mas que quantificar depende de transações futuras ainda não realizadas e que podem não ocorrer por quebras contratuais ou por projeções não realizadas por diversas razões. Isso se decorre do fato desse fluxo de caixa futuro ainda não ter materializado em um boleto ou venda de cartão de crédito de uma transação já realizada, por exemplo. Estes fluxos de caixa futuros geralmente resultam de contratos de exportação, exportações projetadas, contratos de royalties ou similares. Ou seja, são contratos firmados que ainda não se realizaram ou vendas futuras projetadas. Na prática, uma empresa não sabe o quanto vai conseguir exportar, ou o quanto vai vender de um determinado bem para gerar royalties e mesmo em um contrato firmado ainda existem riscos inerentes a este, como risco de contraparte ou outros. Isso implica em um maior nível de risco para o investidor, que passa não só a ter o risco de crédito do ativo, mas também riscos de performance e de mercado. Imaginando a exportação projetada de uma safra de soja, aquele título não está sujeito apenas ao risco de *default* do comprador, que pode ter o compromisso firme de comprar ou não, mas também da safra daquele ano específico ser aquém do esperado, da exposição ao preço da commodity, flutuação cambial e outros que podem variar dos esperados na data da operação.

Esse tipo de securitização acontece por diversos motivos, inclusive para ajudar a financiar a empresa em seus negócios, dando acesso a um capital que não estaria disponível de

outra forma. Ao antecipar um recebível não performado, a empresa está mitigando o seu risco, dividindo-o com o investidor, acessando recursos de uma forma mais eficiente e aumentando sua capacidade original de alavancagem, aumentando o retorno do capital de seus acionistas (return on equity). Naturalmente, o maior nível de risco atribuído à operação, implica em uma maior taxa de desconto ao fluxo de caixa, possibilitando a um investidor bem-informado e que tenha feito um processo de *due dilligence* minucioso, ganhos acima da média. E mesmo nos casos em que o custo deste financiamento possa ser igual ou superior ao custo de dívida corporativa da empresa originadora destes direitos creditórios, o que dificilmente acontece, esta operação poderia ainda vir a ser realizada por resultar em um maior retorno do capital dos acionistas decorrente do aumento da alavancagem.

*“The market in structured finance securities was hit hard in the wake of the 2007–2008 financial crisis. Investors shunned asset-backed securities in a mass flight to quality. As the global economy recovered from recession, interest in securitization resumed.”*<sup>17</sup>

Em 2008, os MBSs sofreram com a queda da qualidade dos títulos de hipoteca securitizados, desencadeando o que veio a ficar conhecido com a crise do *subprime*. Dessa forma, ao final do ano, o mercado de securitização como um todo foi colocado de lado, tendo tomado parte da má fama. Com a retomada da economia, a securitização voltou a navegar com vento em popa, inclusive no Brasil na forma dos FIDCs, que serão o objeto principal de nossa análise a seguir.

---

<sup>17</sup> Choudhry, Moorad; Suleman Baig. **The Mechanics of Securitization: A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-Backed Security Transactions (Wiley Finance Book 193) (p. 23). Wiley. Edição do Kindle.**

## 4. FUNDOS DE DIREITOS CREDITÓRIOS – FIDCS E O CASO DA SECURITIZAÇÃO BRASILEIRA

### 4.1 Introdução aos FIDCs

“Direitos e títulos que representem créditos, algo a receber no futuro, são direitos creditórios. E FIDC são fundos que adquirem esses direitos creditórios de praticamente qualquer setor da economia (por exemplo, financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços). Se alguém tem algo a receber de outro alguém no futuro, é bem provável que encontre um FIDC disposto a adquirir esse recebível, por um valor menor à vista.”<sup>18</sup>

Na estrutura da securitização abordada anteriormente, no cenário brasileiro, o FIDC toma o lugar do SPV, funcionando como o fundo de investimento, veículo pelo qual a securitização acontece. Isto decorre de um ajuste natural ao ambiente jurídico e tributário, por ter se mostrado o veículo mais eficiente à realidade brasileira. Por se tratar de fundo de investimentos, os FIDCs estão submetidos às resoluções da CVM, que ao longo dos anos foram evoluindo para dar cada vez mais conforto e segurança jurídica tanto para os investidores quanto para os fundos em si.

### 4.2 A Securitização Brasileira Antes do FIDC

---

<sup>18</sup> **AMBIMA. FIDC Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios. 2020.**

“No Brasil, a securitização começou a ser utilizada em operações de exportação no final da década de 1980, mas foi nos anos 90 que ela iniciou seu desenvolvimento, especialmente para o financiamento de projetos imobiliários.”<sup>19</sup>

Embora seu início possa ser traçado à década de 80, como destacado por Caminha, a securitização brasileira ganhou tração com a regulamentação dos Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRIs a partir da Lei Nº 9.514 de 1997, que tinha como objetivo regular os meios de financiamento do setor imobiliário.

Ao longo dos anos o instrumento foi modernizado e democratizado, ganhando popularidade entre os investidores, embora estivesse limitado a um único tipo de recebível, advindo do setor imobiliário.

Os FIDCs só vieram a se popularizar no Brasil após serem autorizados em 2001 pela resolução 2.907/2001 do CMN e mais recentemente tiveram seu acesso permitido aos investidores do público geral, ampliando seu alcance no mercado financeiro brasileiro. Seu formato é mais abrangente e permite o investimento em diversos tipos de direitos creditórios.

#### 4.3 Capitalização

Por se tratar de um fundo de investimentos, e não mais uma empresa (SPV), o FIDC passa a ter uma estrutura de capital diferente, se capitalizando não mais através de dívidas (*Debt*) e capital próprio (*Equity*), mas sim com a emissão de cotas.

No entanto, diferentemente dos fundos de investimentos tradicionais, os cotistas do fundo não possuem a mesma rentabilidade final, visto que assim como no paralelo com o modelo americano, as cotas possuem níveis diferentes de retorno, que refletem os diferentes níveis de risco, conforme senioridade.

---

<sup>19</sup> CAMINHA, Uinie. **Notas sobre a securitização. 2013.**

Embora com denominações diferentes, ambas as estruturas são parecidas. Isso porque as cotas são remuneradas no mesmo modelo das classes apresentadas no capítulo anterior, com cotas sêniores, subordinadas e as intermediárias, chamadas de mezanino que possuem ao mesmo tempo subordinação frente a cota sênior e senioridade frente a cota subordinada ou júnior.

Ainda que essa estrutura de capital seja diferente da encontrada nos SPVs americanos, o modelo de captação funciona de forma parecida, com as cotas sêniores sendo captadas no mercado e as cotas juniores geralmente sendo detidas pelos próprios cedentes dos direitos creditórios ou investidores patrocinadores da transação.

Sendo assim, no caso de um FIDC de propósito único, a entrada do cedente dos direitos creditórios nas cotas subordinadas dá aos investidores das cotas sênior e mezanino um maior nível de segurança, servindo como uma espécie de garantia para o capital investido, como veremos mais à frente. Da mesma forma que o Equity do SPV permite uma garantia adicional ao pagamento das obrigações do Debt.

No caso de um FIDC multipropósito, a entrada de investidores nas cotas sênior e mezanino, alavanca o patrimônio do fundo, permitindo acesso a mercados maiores. Somada à diversificação do portfólio de direitos creditórios adquiridos, a estratégia de investimento do FIDC se assemelha a do modelo de securitização tradicional discutida anteriormente, alcançando o mesmo grau de diluição de risco.

#### 4.4 Regulamentação

Como um fundo de investimentos, o FIDC está suscetível às normas e resoluções da Comissão de Valores Imobiliários – CVM. Sendo assim, o fundo precisa, para estar de acordo com as normas da CVM, de agentes que exercem distintas funções estritamente necessárias para o funcionamento do fundo, sendo o principal agente o Administrador.

“O administrador, observadas as limitações legais e as previstas na regulamentação aplicável, tem poderes para praticar os atos necessários à administração do fundo de investimento, na sua respectiva esfera de atuação.”<sup>20</sup>

O administrador, quando não habilitado e autorizado pela CVM, pode contratar outros agentes prestadores de serviço para suprirem as outras demandas estabelecidas pela autarquia. Sendo assim, caso não preste o serviço ele mesmo, o administrador precisa contratar um gestor, responsável pelas tomadas de decisão de investimento do fundo, um custodiante, responsável pela guarda e controle dos ativos do fundo, de um distribuidor, responsável pela distribuição de cotas do fundo e de um auditor independente, que é quem vai verificar a situação contábil e financeira do fundo, entre outros agentes. O administrador pode optar por contratar outros agentes não estritamente necessários, que vão compor a estrutura do fundo, possivelmente dando maior segurança ao investidor.

Todos esses agentes precisam ser certificados e autorizados pela CVM, sendo papel do administrador fiscalizá-los, garantido que todos estão aptos a realizar todas as atividades para as quais foram contratados.

Além disso, os fundos precisam manter um percentual do seu portfólio investido em um determinado ativo, a depender da classificação do fundo. No caso dos FIDCs, precisam ter pelo menos 50% do seu Patrimônio Líquido investidos em direitos creditórios, sendo o restante necessariamente investido em outros títulos de renda fixa de liquidez imediata. Geralmente, os fundos também não podem deter um nível de concentração maior que 20% em um único emissor.

Vale destacar que a depender da composição dos detentores das cotas do fundo e do perfil dos ativos adquiridos, o limite de 20% por emissor pode ser estendido. Sendo assim, o FIDC pode optar por concentrar mais de 20% do seu patrimônio líquido em um único ativo se o devedor for companhia aberta, se o devedor possuir demonstrações financeiras auditadas arquivadas na CVM previamente à abertura do fundo, se os investidores forem

---

<sup>20</sup> COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. Resolução CVM 175. Seção II, Subseção I, Art. 82. 2022.

do mesmo grupo econômico do devedor, sendo nesse caso proibida a negociação de cotas e se o fundo for destinado apenas a investidores profissionais.

Essa impossibilidade de concentração dos FIDCs em poucos emissores dá ao investidor a segurança de que o gestor diversifique seus investimentos, diminuindo o risco geral do fundo.

Aqui, assim como no caso geral da securitização americana, os direitos creditórios podem ser performados ou não performados, significando que podem ser derivados de operações já realizadas, ou referentes a um fluxo de caixa ainda não realizado, ainda incerto. Essa segunda classe de ativos cai na definição de direitos creditórios não-padronizados, recebendo um tratamento exclusivo pela CVM na resolução 175. A definição presente no anexo dedicado aos FIDCs engloba outros tipos de ativos, como listados abaixo.

“XIII – direitos creditórios não-padronizados: direitos creditórios que possuam ao menos uma das seguintes características:

- a) estejam vencidos e pendentes de pagamento quando da cessão;
- b) decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações;
- c) resultem de ações judiciais ou procedimentos arbitrais em curso, constituam seu objeto de litígio, tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia;
- d) a constituição ou validade jurídica da cessão para a classe de cotas seja considerada um fator preponderante de risco;
- e) o devedor ou coobrigado seja sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial;
- f) sejam cedidos por sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial, ressalvado o disposto no inciso I do § 1º;
- g) sejam de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas;

h) derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco de direitos creditórios; ou

i) cotas de FIDC que invistam nos direitos creditórios referidos nas alíneas “a” a “h”;<sup>21</sup>

Aos olhos da autarquia, os direitos creditórios não-padronizados possuem um nível atrelado de risco maior, por se tratar de direitos creditórios advindos de fontes específicas, por muitas vezes estressadas e de maior grau de incerteza quanto à realização desse investimento. Existem FIDCs especializados neste tipo de investimento, que buscam altos retornos ao explorarem ativos com uma maior assimetria de informação e risco intrínseco associado.

Até a resolução 175 de 23 de dezembro de 2022, a distribuição de cotas do FIDC era limitada aos investidores qualificados, ou seja, que possuem pelo menos R\$ 1 milhão investidos. Com a nova resolução da CVM, o público geral passou a ter acesso aos FIDCs, não podendo apenas deter cotas subordinadas, devido ao seu maior nível de risco atribuído. Além disso, não podem investir em fundos que admitam aquisição de direitos creditórios não-padronizados, restritos aos investidores profissionais, que possuem investimentos de pelo menos R\$ 10 milhões.

Vale destacar que fica a critério do regulamento do fundo optar ou não por distribuir suas cotas ao público geral, podendo limitar o acesso ao fundo aos investidores qualificados ou profissional.

#### 4.5 Estrutura de Custos e Remuneração do Capital

Como mencionado, a estrutura de um FIDC pode ser expressiva, com a necessidade de contratação de diversas instituições para que esteja de acordo com as demandas da CVM. Assim como no SPV, a estrutura de pagamentos do FIDC começa pelos custos internos

---

<sup>21</sup> COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. ANEXO NORMATIVO II DA RESOLUÇÃO CVM Nº 175, DE 23 DE DEZEMBRO DE 2022. Art. 2º.

de manutenção do fundo, com o pagamento dos terceiros contratados. Além dos serviços demandados pela CVM, o FIDC precisa contar com outros agentes, como um agente de cobrança, agências classificadoras de risco, entre outros.

Os custos e despesas do fundo são as primeiras obrigações que precisam ser honradas pelo fundo, antes que possa remunerar as cotas sênior, mezanino e júnior. Podemos observar aqui o paralelo com o modelo clássico de securitização dos SPVs, em que as obrigações são pagas no modelo *waterfall*.

Nesse modelo, as obrigações do fundo são pagas de acordo com a sua senioridade. Após o pagamento dos custos e despesas, o fundo passa a remunerar os cotistas, de acordo com a sua senioridade, que diferentemente de outros fundos, não é homogênea.

“As cotas de um FIDC podem ter classes diferentes, como sênior e subordinadas (sendo que essas podem ser classificadas em mezanino e júnior). Essa estrutura permite segmentar o investimento para perfis de investidores diferentes. As cotas seniores são menos arriscadas, pois recebem primeiro (amortização e resgate) que as demais que, como diz o nome, se subordinam à classe sênior.”<sup>22</sup>

As cotas do FIDC, assim como as notas do SPV, são emitidas em classes, sendo umas com maior senioridade que outras. A classe sênior, com a maior senioridade, possui o menor nível de retorno. Ela é a primeira a ser amortizada e seus detentores costumam possuir preferências em regates.

As cotas intermediárias são denominadas cotas mezaninos, que possuem retornos e níveis de risco intermediários. Possuem senioridade frente às cotas júniores, mas são subordinadas às cotas sênior. Tanto a cota sênior quanto a cota mezanino possuem um retorno predefinido e fixo, denominado o *benchmark* daquela cota. Sendo assim, as cotas sênior e mezanino possuem um retorno limitado.

---

<sup>22</sup> **AMBIMA. FIDC Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios. 2020.**

A subordinação das cotas significa na prática que quando o fundo performa abaixo do esperado e não recebe valores suficientes para honrar com todos seus compromissos, são as cotas subordinadas que sofrem primeiro. A depender da inadimplência dos títulos adquiridos, os cotistas seniores podem ser amortizados integralmente, enquanto os cotistas mezanino e subordinado podem sofrer um *default* parcial ou integral.

“Portanto investidores das cotas seniores assumem riscos menores e ficam satisfeitos com expectativa de retorno igualmente menor, enquanto os cotistas das cotas subordinadas terão expectativa de retorno maior conforme o nível de risco assumido.”

Embora todas as cotas representem tecnicamente o *Equity*, são as cotas júniores que possuem as características que mais se assemelham ao verdadeiro *Equity* do fundo, sendo, no caso de FIDC de propósito único, reservadas para os cedentes dos direitos creditórios, assim como as notas júniores costumam ser detidas pelo originador do SPV.

Nos dois casos, as cotas (ou notas, no caso do SPV) júniores servem como um colchão para os detentores das cotas mais seniores, sendo uma garantia dada pelo cedente que será absorvida no caso de inadimplência dos ativos adquiridos.

Podemos fazer esse paralelo com o *Equity* de uma empresa tradicional porque, após a amortização das cotas mais sêniores, os retornos da cota júnior são ilimitados, visto que o fundo não possui outras obrigações a honrar e todo o retorno excedente fica com o detentor da cota, nesse caso o administrador. No caso da “empresa tradicional”, após a quitação de seus custos, despesas, dívidas e impostos, o retorno do acionista também é ilimitado, embora incerto.

O cronograma de amortização das cotas dos FIDCs é determinado pelo regulamento do fundo, podendo esse ser um fundo aberto ou fechado, a depender do grau de liquidez que o investidor possui.

No caso do fundo aberto (condomínio aberto), o investidor pode resgatar seu investimento, respeitando apenas o prazo determinado em regulamento. A maioria dos fundos de investimento como renda fixa, multimercados e fundos de ação operam nesse formato, por dar ao investidor um maior nível de segurança, permitindo-o sacar seus investimentos quando preferir.

Já no fundo fechado (condomínio fechado), o investidor precisa reter suas cotas no fundo até o fim de seu prazo de duração, podendo ficar preso por anos. As diferentes classes de cota podem ter prazos diferentes de duração. Nesse caso, só serão feitos aportes no fundo caso haja uma nova emissão de cotas, essa podendo possuir uma taxa de retorno diferente das anteriores.

Administradores optam por fundos de condomínio fechado quando os ativos adquiridos pelo FIDC exigem um horizonte de investimento mais longo, podendo demorar para serem realizados. FIDCs com esse perfil também dão ao gestor e administrador do fundo maior flexibilidade e segurança para aplicar sua estratégia de investimento, sem ter que se preocupar com choques externos (macroeconômicos, por exemplo) gerando altos índices de resgate. Vale destacar, no entanto, que pode ser mais difícil de captar para um fundo fechado, visto que reduzem a liquidez do investidor por mais tempo.

## 5. CONCLUSÕES

Ao longo do nosso estudo definimos e entendemos as dívidas corporativas em um contexto mais abrangente, as diferenciando do mero senso de obrigação, e aplicando-a ao conceito de Corporação, reconhecendo a importância da manutenção da Limited Liability, enquanto uma característica jurídica central para a existência da Corporação enquanto uma empresa de identidade jurídica completamente desassociada das obrigações financeiras de seu acionista.

Analizamos o nível de alavancagem da companhia como determinante para o retorno do acionista. Dessa forma, destaca-se a importância das dívidas corporativas capital de terceiros com custo diferenciado, quando comparado ao custo do capital próprio.

Nesse contexto, avaliamos a Securitização de Recebíveis como um modelo de financiamento por capital de terceiros que se aproxima do modelo ideal de Limited Liability, por segregar integralmente o fluxo de caixa dos ativos dos seus emissores originais.

Embora trate de uma capitalização por capital de terceiros, vimos também que oficialmente, a Dívida Securitizada não é uma dívida, visto que não consiste na absorção de um passivo, mas sim na venda de um ativo.

Tendo entendido de maneira geral como se dá a Dívida Securitizada, abordamos como ela se desenvolveu no mercado mundial, em especial nos Estados Unidos, através do veículo jurídico denominado SPV.

Sendo assim, discorremos sobre as principais características da Securitização americana e seus mecanismos, entendo suas implicações jurídicas, como é remunerado o capital investido, como se dá o ciclo de vida de um SPV, e principalmente como funciona a estrutura de classes do modelo e como ela garante o capital de terceiros investido, servindo como um colchão de garantia, reduzindo o risco do investimento.

Com o modelo americano em mente, abordamos a adaptação brasileira da Dívida Securitizada, que precisou tomar a forma de um fundo de investimentos, posteriormente regulado e denominado Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios.

Devido à insegurança jurídica associada às garantias brasileiras, o modelo de Securitização americano não se fez possível no Brasil. Isso porque não dá às partes envolvidas o conforto de que os riscos e responsabilidades associados à Dívida Securitizada são integralmente transferidos para os investidores dos títulos securitizados, reduzindo a exposição da corporação original.

Nesse contexto, se desenvolveu o FIDC, com um formato que além de permitir maior nível de segurança quanto à recursividade dos ativos, fornecia benefícios tributários frente ao modelo tradicional.

Com o avanço na regulamentação dos fundos de investimentos, os FIDCs foram se difundindo cada vez mais nos mercados de capitais brasileiro, se tornando o principal veículo de Securitização do país.

Podemos resumir as diferenças do modelo americano de Securitização para o modelo brasileiro dos FIDCs ao fato das dívidas no formato de classes tomadas pelos SPVs tomarem a forma das cotas nos FIDCs. Embora diferentes em teoria, possuem a mesma natureza de um capital de terceiros a ser remunerado no tempo que alavanca o SPV (seja ele FIDC ou não) e faz a Securitização funcionar.

Por fim, vale destacar que, como extensivamente explorado por nosso estudo, o fato da Securitização brasileira se dar através de um fundo de investimentos, traz consigo o pesar da regulamentação pela CVM, que apesar de ter se modernizado ao longo dos anos, permitindo o acesso a FIDCs por investidores não qualificados, impõe ao fundo uma série de diretrizes e restrições a serem seguidas, que acabam por limitar a flexibilidade e aumentar os custos do veículo brasileiro frente ao americano.

## 6. BIBLIOGRAFIA

- ✓ MODIGLIANI, FRANCO; AND MILLER, MERTON H.: **The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment**.  
The American Review, Vol. 48, No3 (Jun., 1958)
- ✓ CLAYMAN (CFA), Michelle R.: FRIDSON (CFA), Martin S.:  
TROUGHTON (CFA), George H. **Corporate Finance – A Practical Approach**, 2nd Edition, CFA INSTITUTE Investment Series  
Chapter 2
- ✓ BREALEY, Richard A.: MYERS, Stewart C.: ALLEN. Franklin.  
**Princípios de Finanças Corporativas** 10ª Edição, ed. McGraww-Hill – Grupo A Editora 2013
- ✓ MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. Taylor and Francis.
- ✓ FABOZZI, Frank J.: **The Handbook of Fixed Income Securities**,  
Eighth Edition . McGraw-Hill Education.
- ✓ FABOZZI, Frank J.: **Introduction to Securitization**. Wiley.
- ✓ FELIX, Martin.: **Money – The Unauthorized Biography from coinage to cryptocurrencies**. Alfred A. Knopf Ed. 2012
- ✓ FERGUSON, Niall. **The Ascent of Money**. Penguin Publishing Group.
- ✓ GRAEBER, David. **Debt - Updated and Expanded**. Melville House
- ✓ TIROLE, JEAN. **The Theory of Corporate Finance**. Princeton University Press
- ✓ SHILLER, Robert J.: **Yale Open Course – Financial Markets (Eco252)**, <https://oyc.yale.edu/economics/econ-252> , 2011.
- ✓ BAIG, Suleman & CHOUDHRY, Moorad. **The Mechanics of Securitization – A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-acked Security Transactions**, Oldrich Masek, JPMorgan Chase, Chapter 1.
- ✓ SENRA, Andressa Biato et al. **O fideicomisso como facilitador do crédito na América do Sul**. 2007
- ✓ **LEI N° 9.514, DE 20 DE NOVEMBRO DE 1997**

- ✓ CAMINHA, Uinie. **Notas sobre a securitização.** 2013.
- ✓ AMBIMA. **FIDC Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios.** 2020.
- ✓ COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. **ANEXO NORMATIVO II DA RESOLUÇÃO CVM Nº 175, DE 23 DE DEZEMBRO DE 2022.**
- ✓ ALEXANDER, STEFAN.: **Notas de aula do curso Finanças Corporativas Aplicadas, Eco1650, Departamento de Economia da PUC-Rio.** 2022.