



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

MARIANA ROSA DE AZEVEDO BASSO ALCAIRE

Florianópolis, 2013

MARIANA ROSA DE AZEVEDO BASSO ALCAIRE

SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

Monografia submetida ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Prof. João Randolfo Pontes.

Florianópolis, 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A banca examinadora resolveu atribuir a nota 8,00 (oito) à aluna Mariana Rosa de Azevedo Basso Alcaire na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. João Randolfo Pontes
Presidente

Prof. Max Cardoso de Resende
Membro

Prof. Paulo de Tarso Guilhon
Membro

DEDICATÓRIA

Dedico à minha família, e a todos os colegas e professores do curso de Ciências Econômicas, que com seus talentos especiais contribuíram para mudanças significativas em minha vida.

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela inspiração e por colocar em meu caminho pessoas que me auxiliaram e apoiaram nesta jornada.

Alcançar uma solução fundamental a longo prazo é mais importante do que resolver a irritação e o desconforto imediato. (TZU, 2001, p.110).

RESUMO

No contexto empresarial que se vive hoje, onde a escassez de recursos permeia as diversas atividades comerciais e o acesso ao crédito que seria capaz de fomentar as inovações ainda depende das chamadas “vontades governamentais”, têm-se a securitização como alternativa viável e que se pode, em um nível de organizações de grande porte, encontrar a solução adequada. A evolução da securitização de recebíveis no Mercado de Capitais Brasileiro é o foco do presente estudo. Por meio de pesquisa bibliográfica, de livros, sites oficiais e legislação, procurou-se analisar esta evolução. Diante da necessidade de capital por parte das empresas e da necessidade da sociedade como um todo por crédito, as ferramentas financeiras necessitam cada vez mais de aperfeiçoamento e desenvolvimento, a securitização é resultado desta necessidade. Ao longo deste trabalho estudamos esta ferramenta, expondo seus conceitos e aspectos importantes da sua concretização. Os resultados do estudo demonstram que ao longo dos últimos anos, este mercado tem evoluído em termos de volume, o que, demonstra a aceitabilidade do nosso mercado doméstico em relação a esta ferramenta.

Palavras-chave: Sistema Financeiro, Mercado de Capitais, securitização, evolução, factoring.

ABSTRACT

In the business context that lives today, where the scarcity of resources commercial activities and permeates the access to credit that would be able to foster the innovations still depends on the so-called "governmental wills", one gets the securitization as viable alternative and that can be in a level of large organizations the right solution. The evolution of securitization of receivables in the Brazilian Securities Market is the focus of the present study. By means of literature, books, official websites and legislation, we tried to analyze this trend. Faced with the need for capital by firms and society as a necessity for all credit, financial tools, an increasing need of improvement and development, securitization is the result of this need. Throughout this paper we study the tool, exposing their concepts and issues important of its achievement. The study results show that over the past years, this market has been evolving in terms of volume, which demonstrates the acceptability of our domestic market for this tool.

Keywords: Financial system, capital markets, securitization, evolution, factoring.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 2 - Estrutura do Sistema Financeiro Nacional	20
Quadro 3 - Composição dos Órgãos Normativos e Entidades Supervisoras do Sistema Financeiro Nacional.....	20
Quadro 4 - Instituições fiscalizadas pela CVM.	21
Quadro 5 - Posicionamento das Sociedades de Fomento Comercial diante do Conselho Monetário Nacional.	47

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ANFAC	Associação Nacional das Sociedades de Fomento.
BACEN.....	Banco Central do Brasil.
BB	Bando do Brasil.
BBDTVM	BB – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários.
BNDES.....	Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social.
CSCF	Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários.
FIDC.....	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios.
ORTN	Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional.
PAEG	Plano de Ação Econômica do Governo
SFH	Sistema financeiro de Habitação.
SFN	Sistema Financeiro Nacional.
SPE	Sociedade De Propósito Específico.
SUMOC.....	Superintendência da Moeda e do Crédito.

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO.....	12
1.1 Tema.....	12
1.2 Problemática.....	13
1.3 Objetivos.....	14
1.3.1 Objetivo geral	14
1.3.2 Objetivo específico	14
1.4 Justificativa	14
1.5 Referencial teórico.....	15
1.6 Metodologia	22
CAPÍTULO 2 - SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS.....	23
2.1 Etimologia da palavra securitização	23
2.2 Conceituação de securitização.....	24
2.3 Valores mobiliários	26
2.4 Recebíveis comerciais.....	28
2.5 Fluxo de uma securitização	29
2.6 Principais ativos securitizados	30
2.7 Companhias securitizadoras.....	31
CAPÍTULO 3 - AGENTES DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS	32
3.1 Principais participantes da securitização	32
3.1.1 Originadores	33
3.1.2 Sociedade de Propósito Específico – SPE	34
3.1.3 Investidores	36
3.1.4 Agente Fiduciário.....	36
3.1.5 Custodiante.....	37
3.1.6 Auditor	37
3.1.7 Agência de classificação de risco	38
3.2 Conceituação dos riscos da securitização	41
3.3 Mecanismos de controle do risco	43
3.4 A legalidade da operação de factoring	45
3.4.1 Características do factoring	47

4 - CONCLUSÃO51

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS52

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO

1.1 Tema

Até o século XIX a economia era predominantemente agrícola e pastoril e regida pela sazonalidade das leis da natureza. As atividades comerciais dependiam exclusivamente dos lentos trâmites das documentações. As operações financeiras eram processadas de acordo com a capacidade funcional das instituições comerciais e financeiras envolvidas nas negociações. Os ativos das operações a prazos, dívidas de clientes, títulos a receber e outros que, devido a morosidade da época, exigiam que os investimentos em estoques, embora comprometendo a liquidez, superassem aos demais ativos circulantes. Na modernidade, a morosidade não é mais permitida. As invenções e inovações advindas do Século XX tornou o homem dependente do modernismo onde tudo tem pressa. As subsequentes reformulações nos conceitos exigiram do homem uma total celeridade em todos os sistemas, em especial, no mercado de capitais. Hoje tudo gira em torno do sistema financeiro e a grande preocupação do homem é o capital porque ele tem que permanecer circulando e, em virtude de a maior fatia do ativo atual ser proveniente de vendas a crédito e títulos a receber de clientes, é necessário possibilitar uma melhor liquidez. A saída mais adequada está na conversão dos direitos creditórios, como os créditos e os ativos recebíveis, em títulos passíveis de negociações, permitindo a obtenção de recursos.

Nos últimos anos, foram introduzidos diversos aperfeiçoamentos no mercado financeiro brasileiro facilitando a novas operações geradoras de crédito produtivo para empresas de pequenos e médios portes.

A monografia elaborada passa por um breve desenvolvimento histórico das operações financeiras do Brasil, trilhando o caminho da estabilização da securitização e tratará de suas modalidades dentro do mercado financeiro, da conversão de seus ativos relativamente líquidos em títulos mobiliários líquidos, dos benefícios, da regulamentação no contexto legal.

1.2 Problemática

Recebíveis são créditos que uma empresa ou uma pessoa possui contra terceiros por mercadorias vendidas ou serviços prestados anteriormente, sendo possível transformar um conjunto de recebíveis em garantias colaterais para obtenção de financiamentos de capital de giro ou, em certos casos, de investimentos.

A securitização dos recebíveis é uma operação para mobilizar riquezas, dispersar os riscos e excluir a intermediação envolvendo três polos: a originadora, a securitizadora e o investidor. A securitização de recebíveis corresponde a um processo de transformação de um conjunto de créditos presentes e futuros em garantia colateral ou em posição proprietária de um título. A instauração do processo de securitização é uma forma de captar recursos com um custo menor, combinada a uma reduzida carga tributária, possibilitando as empresas uma ampliação no pacote de operações a serem realizadas. A partir dos exemplos que seguem, as explicações delineadas na monografia darão melhor entendimento ao tema:

Captação de recursos para investir na modernização de uma empresa exportadora e que tenha para pagamento do investimento as receitas líquidas obtidas com as exportações.

Operações vinculadas a créditos originários de contratos financeiros, de mútuos, de locação etc., a valores mobiliários no qual os títulos são imediatamente repassados.

Operações de direitos creditórios do agronegócio.

Operações estabelecidas por Lei: As ações, as debêntures¹ e bônus de subscrição; os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários; as cédulas de debêntures; as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; as notas comerciais; os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários.

¹ Debêntures: Títulos emitidos por sociedades anônimas, representativos de parcela de empréstimo contraído pela emitente com o investidor, a médio e/ou longo prazos, garantidos pelo ativo da empresa. Todas as condições pertinentes à emissão, prazos, resgates, rendimentos, conversão em ações e vencimento de debêntures são obrigatoriamente fixados em assembleia geral de acionistas.

Dentro do conteúdo legal destacar-se-ão os mecanismos estabelecidos na Legislação Brasileira para a circulação e mobilização de riquezas, imprescindíveis à desintermediação e à securitização; a estrutura e os mecanismos jurídicos empregados na execução da securitização.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo geral

Descrever a praticidade da operação de securitização sob o ponto de vista econômico e jurídico.

1.3.2 Objetivo específico

Dar uma visão abrangente das operações financeiras alcançadas pela securitização de recebíveis, exemplificar os modelos operacionais que, no decorrer das últimas décadas, esta modalidade de mercado doméstico tem evoluído em termos de volume e aceitabilidade.

1.4 Justificativa

A relevância do tema Securitização de Recebíveis é devido por ser uma operação que, iniciada nos Estados Unidos, ampliou seu envelope operacional e expandiu-se mundialmente abandonando o uso de créditos futuros, optando pela emissão de valores mobiliários negociáveis no mercado. Sua escolha foi definida por ser uma operação que está em evidência na economia brasileira com forte participação nos segmentos comercial, industrial, agrícola, cartões de crédito,

imobiliário, de prestação de serviços e outras operações de ativos possíveis de ser securitizados.

1.5 Referencial teórico

Acerca da relação entre o desenvolvimento econômico e o desenvolvimento financeiro debatem-se posições teóricas antagônicas, com consequentes desdobramentos metodológicos diversos, na investigação histórica. A tese da influência estimulante do desenvolvimento financeiro sobre o econômico destaca os efeitos positivos da diversificação das instituições financeiras: menor risco para os investidores, maior volume de capital de giro e crédito para investimento, alocação mais eficiente da sobra líquida de recursos. Entretanto, é impossível demonstrar, efetivamente, a existência de causa unívoca do desenvolvimento financeiro sobre o crescimento econômico: as aplicações podem se rentabilizar apenas na órbita financeira e não ser intermediadas para a órbita produtiva. Enfim, o surgimento de novas instituições financeiras, inclusive as de um mercado de capitais, constitui condição necessária, mas não suficiente para o desenvolvimento econômico e social.

As securitizações ganharam espaço no mercado brasileiro como opção para captação de recursos por parte das empresas. Para os investidores, o retorno é bastante atrativo, mas há risco se houver insolvência dos créditos que compõem os fundos quando, no geral, eles têm que arcar com as perdas. Isso porque ao ceder os créditos aos fundos por venda perfeita e acabada, as empresas que deram origem às operações não são mais responsáveis pelos mesmos.

Securitização é um processo ou veículo para juntar poupadores e tomadores, total ou parcialmente, através do mercado financeiro. Créditos de mercado aberto (através do mercado financeiro) são usados para suprir ou até mesmo substituir o fechado mercado de crédito via bancos ou outras instituições financeiras².

² GARDENER, apud CANÇADO e GARCIA. 2007, p. 8.

As estruturas de securitização figuram como alternativas as formas convencionais, tanto de aplicação como de financiamento. A compreensão da estruturação dessas operações se dá através do entendimento de conceitos e princípios que norteiam os seus fins. O termo securitização advém do inglês, da palavra *securitization* que por sua vez é originada da palavra *securities* que significa títulos mobiliários. A operação com recebíveis é uma intervenção financeira que possibilita uma empresa vender ou transferir direitos creditórios, surgida na década de 1970, que vem se popularizando,

(...) surgiram no Brasil há poucos anos atrás e tem crescido bastante dentro do que se denomina “desintermediação financeira”, processo através do qual as empresas que necessitam de capital de giro procuram obter recursos de maneira mais fácil e mais barata que com os bancos comerciais.³

Como já foram apontadas, as medidas nesse ano promoveram uma nova expansão no número de instituições bancárias, contribuindo para o acirramento da competição. Ao lado disso, foi-se amadurecendo, na primeira metade da década de 90, a percepção de que a estabilização monetária seria alcançada e ajustes seriam necessários.

A dinâmica da concorrência levou os bancos a dividir seus ganhos oriundos do *float* com os clientes, o que diminuiu a margem de receitas apesar da ampliação da base de clientes.

Assim, a resposta mais notável nesse ambiente concorrencial foi o desenvolvimento de mercados-alvo para operação dos bancos, vale dizer, o desenvolvimento de nichos e segmentos de atuação. Assim, ocorreu uma redução de bancos tipicamente varejistas com grandes estruturas operacionais e administrativas, visando manter ampla rede de distribuição e de linha de produtos.

Embora as leis tenham passado por alterações, elas não tiveram as modificações necessárias a securitização sendo, mesmo assim, consideradas as bases geradoras do sistema brasileiro de intermediações financeiras com a reformulação da Bolsa de Valores, com a normatização da legislação dos serviços de corretores e com a criação de bancos de investimentos, bem como, fundos de investimentos possibilitando, com recursos do imposto devido à Receita Federal, a

³ CORADI, C. D. 2005.

compra de ações de companhias de capital aberto. Tudo contribuindo para uma melhor movimentação e geração do mercado de capitais brasileiro.

Ainda em 1988,

O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporem, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram⁴.

Constituição Federal, em seu artigo 192, prevê a composição do Sistema Financeiro Nacional (SFN), a ser regulamentado em lei complementar. Os incisos desse artigo foram revogados pela Emenda Constitucional Nº 40, de 29 de maio de 2003, por serem considerados incompatíveis com o modelo bancário em operação.

Iniciado em 1990, no governo COLLOR⁵, a abertura da economia brasileira possibilitou a recuperação do mercado de capitais e com entrada de recursos financeiros estrangeiros aplicados no Brasil. Contudo, com o passar dos anos, em virtude das incertezas e pouca segurança dada a acionistas minoritários, ocorreu uma mutação com a transferência de aplicações do mercado de capitais para outros mercados. Consequentemente, houve a necessidade de inovar a regulamentação para adaptar a crescente internacionalização do mercado financeiro e empresas.

Em maio de 1998, a Resolução 2.493 abriu a possibilidade de os bancos venderem parte ou toda a carteira de crédito a sociedades anônimas de objeto exclusivo, a partir de então denominadas Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros (CSCF). A medida abrange, inclusive, os créditos em atraso e em liquidação. As CSCF podem comprar os créditos das instituições financeiras e securitizá-los, ou seja, transformá-los em títulos negociáveis.

Com as instituições bancárias e empresariais mais globalizadas, a modernização veio ocorreu no governo de F. H. CARDOSO⁶, com a Lei 10.303/01, que alterou e acrescentou dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispor sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro

⁴ Art. 92 da Constituição da República Federativa do Brasil, de 1988.

⁵ COLLOR, Fernando. Vigésimo Quarto Presidente. Período de Governo Republicano - 15.03.1990 a 02.10.1992

⁶ CARDOSO, Fernando Henrique. Vigésimo Sexto Presidente. Período de Governo Republicano - 1º.01.1999 a 1º.01.2003

de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários e a criação de novo mercado e dos níveis 1 e 2 de governança corporativa, pela Bolsa de Valores de São Paulo. LUXO (2007, p. 10) cita que “as inovações financeiras mais significativas dos últimos anos está a securitização de ativos”⁷. Essas inovações podem ser classificadas como:

Inovações na transferência preço-risco são aquelas que proporcionam meios mais eficientes aos participantes no mercado de certa forma tratar com o preço ou com o risco de câmbio;
Instrumentos de transferência crédito-risco têm como missão a redesignação do risco de insolvência;
Inovações geradoras de liquidez são aquelas que aumentam a liquidez do mercado e permitem aos tomadores operar com novas fontes de funcionamento;
*Instrumentos geradores de créditos são aqueles que aumentam as quantidades de recursos financeiros alheios disponíveis pelas empresas*⁸.

A securitização não foi introduzida no mercado financeiro brasileiro repentinamente por alguma legislação governamental. Ela foi se desenvolvendo ao longo do tempo com as modificações ocorridas dentro do mercado de ações e acontecendo antes de ter uma completa aceitação.

Os laços que unem o mercado de ações à securitização de recebíveis podem ser notados na concepção histórica observando as diversas Instruções Normativas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários:

Instrução Nº 356/CVM, 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.

Instrução Nº 393/CVM, de 22 de julho de 2003. altera a Instrução 356/CVM Nº 356, de 17 de dezembro de 2001, estendendo a abrangência dos direitos creditórios passíveis de serem securitizados em um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), regulamentando a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e estabelece condições exclusivas para FIDC quanto ao crédito social das médias, pequenas e micro empresas.

⁷ LUXO, 2007, p. 10.

⁸ PINHEIRO apud LUXO, 2007, p. 9.

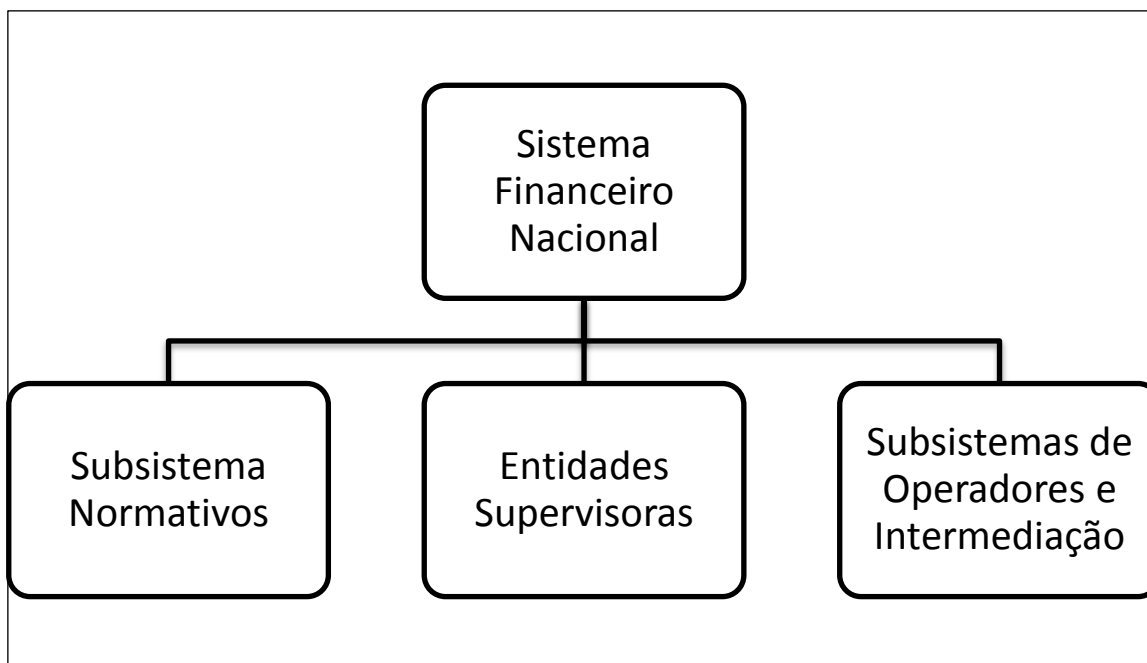
Instrução Nº 399/CVM, de 21 de novembro de 2003. Regulamenta a constituição e o funcionamento de FIDC no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social (FIDC-PIPS), lastreados em recebíveis, provenientes de financiamentos sociais, nos termos da Lei nº 10.735, de 11 de setembro de 2003.

Instrução Nº 442/CVM, de 8 de dezembro de 2006, altera a Instrução 356/CVM de 17 de dezembro de 2001 e modifica os prazos de registro e análise de FIDC na CVM.

Instrução Nº 444/CVM, de 8 de dezembro de 2006, dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados (FIDC-NP).

Após 1964, com a conversão da SUMOC no BACEN e o antigo conselho existente em Conselho Monetário Nacional (CMN), diversas leis foram sancionadas e ajustando o Sistema Financeiro Nacional que, por necessidade, teve que se reestruturar e adequar-se aos novos estilos do mercado financeiro. A regulamentação aprovada nas últimas décadas, desde a promulgação da nova constituição federal, deixou a economia brasileira mais desestatizada, porém mais complexa. A criação de veículos próprios para a captação de recurso está ocorrendo de forma globalizada e, em particular, o Brasil teve que reestruturar sua composição funcional para profissionalizar os processos e sua composição funcional, atualmente, esquematizada como no quadro 2.

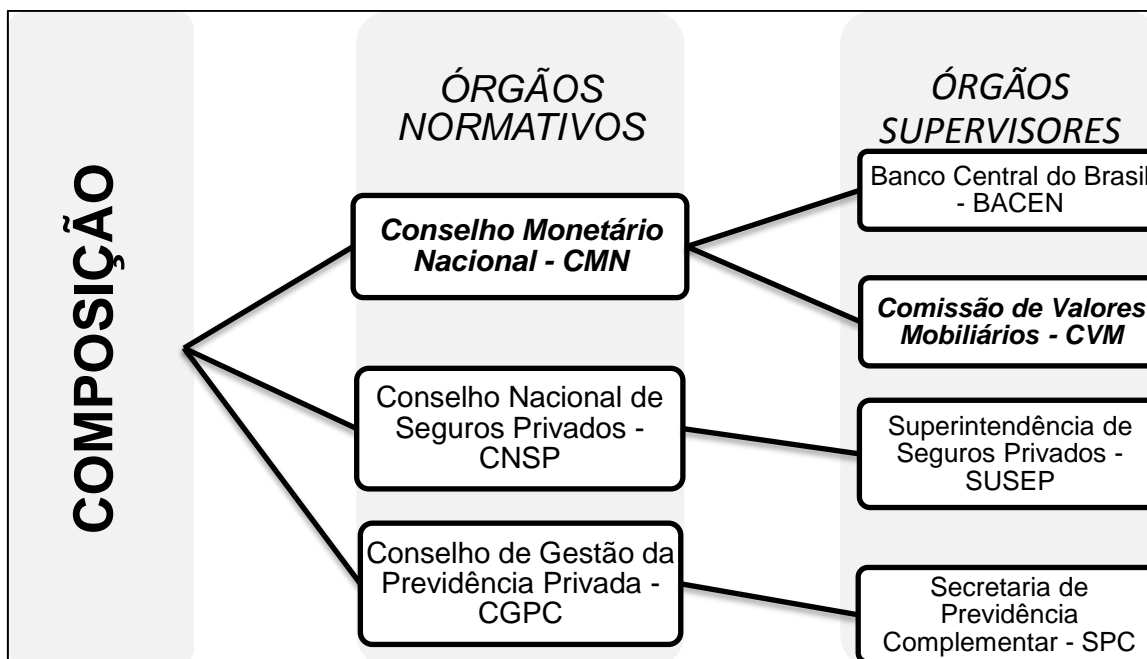
Quadro 1 - Estrutura do Sistema Financeiro Nacional



FONTE: Banco Central do Brasil.

A composição dos Órgãos Normativos e Supervisores estão assim distribuídos:

Quadro 2 - Composição dos Órgãos Normativos e Entidades Supervisoras do Sistema Financeiro Nacional.



FONTE: Banco Central do Brasil.

Os Subsistemas de Operadores e de Intermediação são compostos por instituições financeiras auxiliares fiscalizadas pela CVM, com o propósito de valorizar a capacidade de formação de fluxo de caixa oriundo do empreendimento da desintermediação bancária, buscando alternativas para a conversão de créditos futuros em títulos ou valores mobiliários passíveis de ser inseridos no mercado de ações. Essa nova concepção para captação de recursos é definida como securitização de recebíveis, operada pelas CVM.

Quadro 3 - Instituições fiscalizadas pela CVM.

Instituições Auxiliares	BM&F BOVESP - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro de São Paulo
	BVRJ - Bolsa de Valores do Rio de Janeiro
	BOVESBA - Bolsa de Valores Bahia, Sergipe e Alagoas
	Corretoras de Títulos
	Distribuidoras de Títulos
	Corretoras de Valores Mobiliários
	Distribuidoras de Valores Mobiliários

FONTE: Banco Central do Brasil

São vários os tipos de instituições existentes no SFN, entretanto aqui serão explanadas as instituições correspondentes ao objetivo deste trabalho, mesmo das instituições financeiras bancárias que repassam recursos captados de aplicações direcionando-os a subscrição de ações e debêntures e, não obstante, bancos de investimentos não podem destinar recursos a empreendimentos mobiliários.

Sociedades Corretoras que operam com títulos e valores mobiliários de terceiros são regulamentadas pelo BACEN e são devidamente registradas na CVM para que possam exercer suas funções. As corretoras podem efetuar lançamentos de ações, administrar carteiras e intermediar operações de securitização. Sob essa regulamentação e devidos registros se incluem os administradores de carteira e consultores de valores mobiliários e também, incluídos as pessoas físicas e jurídicas

que possuam investimentos financeiros sendo que, adicionalmente, se faz necessário atestar por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio.

A securitização é o novo vocábulo identificador das operações com valores mobiliários emitidos, vinculado a direito creditório, lastreado ou, simplesmente, tratado como recebíveis, com garantias jurídicas, como compra e venda.

Com essa concepção, abordaremos nos próximos capítulos os conceitos, as definições, as aplicações e os riscos da securitização.

1.6 Metodologia

O presente estudo foi realizado através de uma pesquisa exploratória, que busca um maior conhecimento a respeito do assunto, que pode se mostrar capaz de auxiliar efetivamente a saúde financeira de algumas empresas de grande porte, especialmente.

A partir do tema escolhido foi procedida a seleção de fontes de consultas para leituras e melhor compreensão de aprendizagem nos seguintes meios: livros publicados nas áreas de economia e de direito comercial, específicos ao tema; revistas Fomento Mercantil para leitura de entrevistas e de palestras proferidas; revistas e jornais periódicos de âmbito nacionais; trabalhos acadêmicos e internet na busca de teses, dissertações e demais informações relativas a securitização.

A monografia é teórica com exclusividade a compreensão obtida em leituras dos meios acima especificados e está balizada com notas de rodapé para um doutrinamento mais favorável ao tema e as fontes bibliográficas usadas nas buscas dos assuntos escolhidos para a análise dos exemplos, sem desfocar o trabalho, foi precipuamente, feita nos sítios da Subchefia para Assuntos Jurídicos da Casa Civil da Presidência da República, no do Banco Central do Brasil (BACEN) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que regulamentam e fiscalizam as operações e disponibilizam os prospectos das emissões de cada uma delas.

CAPÍTULO 2 - SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

A internacionalização das empresas e do mercado financeiro, por si, tem pressionado os governantes dos países a ajustarem suas legislações às novas modalidades operacionais dos mercados de capitais globalizados, necessárias aos seus crescimentos econômicos. A concepção das instruções normativas editadas pela CVM com a introdução das operações estruturadas de securitização é parte das inovações na legislação para a operacionalidade das sociedades anônimas, empresariais e bancárias de forma globalizada. Oriunda dessa inovação no mercado de capitais brasileiro destaca-se a securitização de recebíveis.

Neste capítulo abordaremos sobre a securitização de recebíveis em sua conceituação e definição, consoante ao mercado financeiro abordado no capítulo anterior.

2.1 Etimologia da palavra securitização

A palavra securitização é o aportuguesamento da palavra no idioma inglês e é definida no Dicionário COLLINS, como segue: *securitization* ou *securitisation* - (*finance*) *the use of such securities as Eurobonds to enable investors to lend directly to borrowers with a minimum of risk but without using banks as intermediaries*⁹. Outra palavra, também definida na mesma obra é: *Securities are stocks, shares, bonds, or other certificates that you buy in order to earn regular interest from them or sell them later for a profit*¹⁰.

⁹ Securitização: (Finanças) o uso de títulos como euro-obrigações para que os investidores possam emprestar diretamente aos mutuários com um mínimo de risco, mas sem o uso de bancos como intermediários. (TRADUÇÃO NOSSA).

¹⁰ Valores mobiliários são estoques, ações, obrigações ou outros certificados que você compra para ganhar juros regulares sobre eles ou para vendê-los mais tarde por um lucro. (idem)

2.2 Conceituação de securitização

Pela definição dada por CANÇADO e GARCIA (2007, p. 5), “securitização pode ser definida como a ‘monetização’ de títulos de crédito, ou seja, o processo de transformação de ativos de dívida em títulos negociáveis no mercado de capitais, através da utilização de determinados veículos”. Outros autores definem securitização como:

Do ponto de vista financeiro, a securitização em sentido estrito é uma operação por meio da qual se mobilizam ativos – presentes ou futuros – que, de outra maneira, não teriam a possibilidade de se autofinanciar ou gerar renda presente. A possibilidade de se emitirem títulos ou valores mobiliários a partir de uma operação de cessão ordinária é uma forma de se mobilizarem créditos gerados nas mais diversas operações, ainda que tais créditos só venham a ser realizados no futuro¹¹.

O conceito acima nos dá a ideia de financiamento da produtividade em andamento, sendo uma alternativa para empresas uma vez que são considerados os créditos a receber, conversíveis em valores mobiliários ao invés de usar balanços e demonstrações financeiras e garantias de ativos, às vezes, já comprometidos.

Consagrada, em sentido estrito, como operação de antecipação do recebimento de créditos, mediante a sua cessão a uma entidade que emitirá títulos ou valores mobiliários no mercado, a securitização introduziu um novo conceito de circulação do crédito. Conjugando cessão e emissão de valores mobiliários, a securitização eliminou riscos e obstáculos atinentes a ambos os negócios, criando um eficiente mecanismo de disseminação de capitais¹².

Neste conceito a securitização é apresentada como uma negociação de pacotes de títulos, associados aos fluxos futuros de recebíveis que, após a segregação dos riscos, são vendidos a investidores.

Consiste a securitização de recebíveis em uma operação na qual uma empresa, que chamaremos de originadora, transfere seus créditos para outra empresa, que chamaremos de securitizadora, constituída

¹¹ CAMINHA apud ARAÚJO, 2010, p. 18.

¹² CHAVES apud ARAÚJO idem.

especificamente para execução deste projeto. Essa empresa adquirirá os créditos da originadora e, tendo-os por lastro, emitirá títulos e valores mobiliários, que serão ofertados publicamente no mercado de capitais. Com os recursos obtidos por meio dessa oferta pública de títulos e valores mobiliários, a securitizadora pagará a originadora pelos créditos a ela cedidos¹³.

No terceiro conceito são enfatizadas as operações lastreadas por títulos e valores mobiliários.

As três definições dissertadas, embora parecendo distintas, têm iguais conceitos da operação financeira de securitização de recebíveis cujo objetivo final é a conversão de recebíveis futuros em ativos líquidos presentes passíveis de serem aplicados em benefício da produção.

O processo através do qual um emissor cria um instrumento financeiro combinando outros ativos financeiros e então, agrupados em diferentes níveis, são oferecidos e negociados a investidores. O processo pode abranger qualquer tipo de ativo financeiro e promove a liquidez no mercado. O básico principal e os juros sobre a dívida, que é a segurança, são pagos aos investidores. Dívidas lastreadas em hipotecas são conhecidas como hipotecas, enquanto aqueles apoiados por outros tipos de empréstimos são conhecidos como ativos assegurados em valores mobiliários. Valores mobiliários são apoiados por um ativo, como a integridade, ou dívida, como uma parte de uma hipoteca. Securitização permite um acesso da empresa a maior financiamento para expandir suas operações ou investimentos na produção ou algum outro motivo. É um instrumento financeiro que representa uma participação acionária em uma empresa de capital aberto, é uma relação de credor com uma corporação ou direitos de posse. A segurança é um instrumento financeiro fungível, negociável que representa algum tipo de valor financeiro. A empresa ou entidade que emite a segurança é conhecida como emitente.

Por exemplo, o emitente de uma emissão de obrigações pode ser um governo municipal para captação de recursos para um projeto específico. Os investidores de títulos podem ser pequenos ou institucionais. São pessoas físicas ou jurídicas que investem aplicando recursos monetários em negócios nos mercados financeiros, imobiliários, de mercadorias através de compra de ações em bolsa ou mercado primário, de títulos, imóveis, mercadorias etc.; o investidor institucional é a pessoa

¹³ GAGGINI apud ARAÚJO, ibidem.

jurídica, empresa ou entidade, que por força de determinações governamentais seja obrigada a aplicar parte de seu capital no mercado de ações através de fundos de pensão.

Direitos creditórios ou recebíveis são valores a receber, advindos de prestação de serviços, produção de bens ou transferência de bens, os quais a outra parte é a devedora. De acordo com a Instrução nº. 356 da CVM, recebíveis abrangem todos os créditos e títulos representativos dos créditos originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, hipotecário, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como direitos e títulos representativos de créditos de natureza diversa, assim reconhecidos pela CVM¹⁴.

Pelo exposto, a securitização vem a corresponder a uma operação de conversão de um pacote de créditos ativos em recursos monetários ao fluxo de caixa. No Brasil, as operações de securitização de recebíveis têm ocorrido precipuamente por debêntures, operadas como títulos de longo prazo, porém flexíveis.

2.3 Valores mobiliários

Para valores mobiliários não há um conceito definido, mas pode ser qualificado pelo especificado na legislação:

*Art. 4o Os arts. 1o, 2o, (...) da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, passam a vigorar com a seguinte redação:
"Art. 2o São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:
I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
IV - as cédulas de debêntures;
V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
VI - as notas comerciais;
VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e*

¹⁴ BRAGA FILHO e MOREIRA. 2008. p. 34.

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros¹⁵.

Desde que registrados junto a CVM, a maioria dos títulos emitidos por sociedades anônimas, tais como as ações debêntures, os bônus de subscrição e os certificados de depósitos, entre outros, são considerados valores mobiliários e, geralmente, estão divididos em ações e títulos de dívidas.

Um título, ou garantia, de dívida é um tipo de segurança que representa o dinheiro que é emprestado e que deve ser reembolsado, expressando os termos que definem o montante emprestado, taxa de juros e data de vencimento ou renovação. Títulos de dívida abrangem governo e títulos corporativos, certificados de depósito (CD), ações preferenciais e títulos colateralizados. Ações representam interesse de posse, realizada pelos acionistas dentro de uma corporação, como um estoque. Ao contrário dos portadores de títulos de dívida, que geralmente recebem apenas juros e o reembolso do capital, portadores de títulos de capital são capazes de lucrar com ganhos de capital.

A lei dos valores mobiliários existe por causa de necessidades informacionais dos investidores. Títulos não são inerentemente valiosos; seu valor vem somente de reivindicações que dá direito a seu proprietário para fazer sobre os ativos e ganhos do emitente ou o poder de voto que acompanha tais reivindicações. O valor dos títulos depende da condição financeira do emitente, produtos e mercados, gestão e o clima competitivo e regulatório. Regulamentos e leis de valores mobiliários visam assegurar aos investidores informações precisas e necessárias sobre o tipo e o valor dos juros sob consideração para compra.

Títulos existem sob a forma de notas, estoques, estoques de tesouro, obrigações, certificados de interesse ou participação em acordos de participação nos lucros, certificados de garantia de confiança, pré-organização certificados ou assinaturas, ações transferíveis, contratos de investimento, certificados de confiança, certificados de depósito de uma segurança e um interesse indivisível fracionário em gás, óleo ou outros direitos minerários de votação. Certos tipos de

¹⁵ Art. 4º, Lei 10.303, de 31 out. 2001.

notas, como uma nota, garantido por uma hipoteca home ou garantidos por contas a receber ou outros ativos de negócios, não são valores mobiliários.

No Brasil, a mais simples conceituação para a securitização é a conversão de títulos ativos em fluxo caixa. O detalhamento da securitização segue um caminho diferente da operacionalidade fundamental de uma empresa, onde funcionam operações cujos propósitos são unicamente a captação de recursos financeiros por negociação de títulos ativos de pouca liquidez. O processo operacional da securitização consiste na negociação entre empresa e investidores. A empresa originadora transfere seus direitos creditórios, que podem ser, títulos, cheques ou outro ativos, para um grupo de investidores e em troca recebe pagamento em moeda ou depósito bancário à vista.

As operações padrões mais tradicionais utilizadas para a captação de recursos financeiros são os empréstimos bancários, nas várias modalidades e lançamento de valores mobiliários no mercado de capitais, em exclusividade para as sociedades anônimas. Porém, nessas operações financeiras bancárias são cobradas diversas taxas operacionais necessárias ao lançamento dos valores no mercado. Devido ao alto custo operacional, empresas têm procurado diversificações para captar recursos. Não obstante as cobranças das taxas, empresas com os créditos já limitados ou com situações financeiras comprometidas têm dificuldades para liberação de empréstimos ou financiamentos juntos a rede bancária, bem como, seus títulos não aceitos no mercado de capitais. Na busca de outros meios para a obtenção de fluxo de caixa, disponibilizando os seus ativos, créditos presentes e futuros, como garantia. Essas necessidades estruturaram o alicerce para a solidificação da operação de securitização de recebíveis.

2.4 Recebíveis comerciais.

As operações não bancárias em que o originador transfere seus direitos creditórios a uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) em prol de títulos de créditos em seu favor são referidas como operações de crédito comerciais.

O início da operação se dá no comércio, nas vendas de varejo a prazo com crédito direto ao consumidor (CDC), quando o cliente faz o pagamento com cheque

pré-datado ou assina um contrato gerador de boletos. Nesta operação, o comerciante é originador, que por sua vez, transfere os créditos oriundos da venda para o emissor que é a SPE. Esses direitos creditórios servem como lastro para os títulos a serem emitidos em favor do originador e também para minimizar o risco de perdas específicas a essa operação. A disponibilidade dos recursos do emissor provém dos investidores, detentores dos títulos, que, após aprovação, liberam os títulos para o originador. Os recursos cedidos ao originador têm aplicações variadas que podem ser aumento da capacidade de produção, lastro para operações bancárias etc.

Como o objetivo de reduzir ainda mais os riscos nessa operação financeira é dispor uma parcela dos creditórios como garantia, numa quantia superior ao valor total dos títulos disponibilizados ao originador. Essa cobertura aos riscos é intitulada de overcolateral e é variável cujo índice proporcional depende do histórico operacional com recebíveis do originador.

2.5 Fluxo de uma securitização

A securitização tem início quando o cedente, desejando realizar seus recebíveis futuros no presente, transfere-os ao veículo. Essa transferência se dar por um contrato de cessão de créditos desses ativos, do cedente para o veículo, recebendo os recursos equivalentes ao valor presente de sua carteira de ativos, com certo deságio¹⁶, o qual será a taxa de retorno que esses ativos irão proporcionar aos investidores.

Visto que a securitização é um processo complexo e muitas vezes demorado, vem a questão do porque então lançar mão desse caminho. A resposta está no fato de que a securitização é uma boa alternativa aos empréstimos tradicionais, que se baseiam nos balanços e demonstrações financeiras usuais e nas garantias de ativos reais, muitas vezes não disponíveis ou não aceitáveis para os investidores, que não querem ficar

¹⁶ Deságio: Depreciação e redução do valor nominal de um título ou moeda, ou do preço de tabela de uma mercadoria, em comparação com seu valor real no mercado.

com terras, prédios ou plataformas de petróleo nos casos de inadimplência dos tomadores dos empréstimos¹⁷.

A securitização de recebíveis, embora seja uma operação que envolve custos fixos necessários à organização é, dentre alternativas, a opção mais viável para captar recursos com uma taxação menor que as demais linhas de crédito do sistema financeiro convencional.

2.6 Principais ativos securitizados

Todo tipo de fluxo de caixa, atual ou futuro, que é gerado por ativos, pode ser securitizado. À medida que o mercado de securitização vem se expandindo, torna-se cada vez mais sofisticado e diversificado com maior variedade de ativos securitizados.

Ativos securitizados são os ativos-lastros (ativos que servem de lastro) da operação de securitização e cujo fluxo de caixa constitui a principal fonte de pagamento do principal e da remuneração dos títulos securitizados. Os ativos-lastros são agrupados em classes. Algumas das classes mais usuais no mercado brasileiro são empréstimos franqueados, financiamentos para taxistas, fluxo de pagamento de royalties, recebíveis comerciais, crédito imobiliário, crédito pessoal, financiamento de veículos, recebíveis de cartões de crédito, leasing de aeronaves, leasing de equipamentos, empréstimos educacionais.

Os principais ativos securitizados no Mercado de Capitais Brasileiro são: Duplicatas; empréstimos garantidos por imóveis; financiamento de automóveis; financiamento de caminhões; financiamento de imóveis; fluxo de royalties; leasing de aeronaves; leasing de automóveis; leasing de vagões; e recebíveis de cartões de créditos.

¹⁷ EFC. 2005, p. 3.

2.7 Companhias securitizadoras

São entidades emissoras constituídas sob a forma de sociedade por ações, não-financeiras, podendo ter por finalidade a aquisição de créditos oriundos de operações de empréstimo, de financiamento, de arrendamento mercantil, de créditos imobiliários, de direitos creditórios do agronegócio. Os tipos de créditos e de emissões permitidas variam de acordo com o tipo de companhia securitizadora, de créditos financeiros, de créditos imobiliários e de direitos creditórios do agronegócio.

Em um patamar nacional, o procedimento adotado é a utilização de uma SPE brasileira que utiliza o mercado de capitais ou financeiros nacionais para captar os recursos com a emissão de valores mobiliários, em geral, convertidos em debêntures.

CAPÍTULO 3 - AGENTES DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

3.1 Principais participantes da securitização

A CVM é uma autarquia federal, vinculada ao Ministério da Fazenda, voltada para o desenvolvimento, com a função de estabelecer normas e fiscalizar as operações ocorridas em bolsas de valores, no mercado de capitais e, também, a operacionalidade das companhias. Para Cançado e Garcia (2007, p. 34), “os veículos são empresas ou ferramentas financeiras, criados com o objetivo único de adquirir os ativos do originador, e tendo-os como lastros efetuará a emissão de títulos no mercado de capitais”.

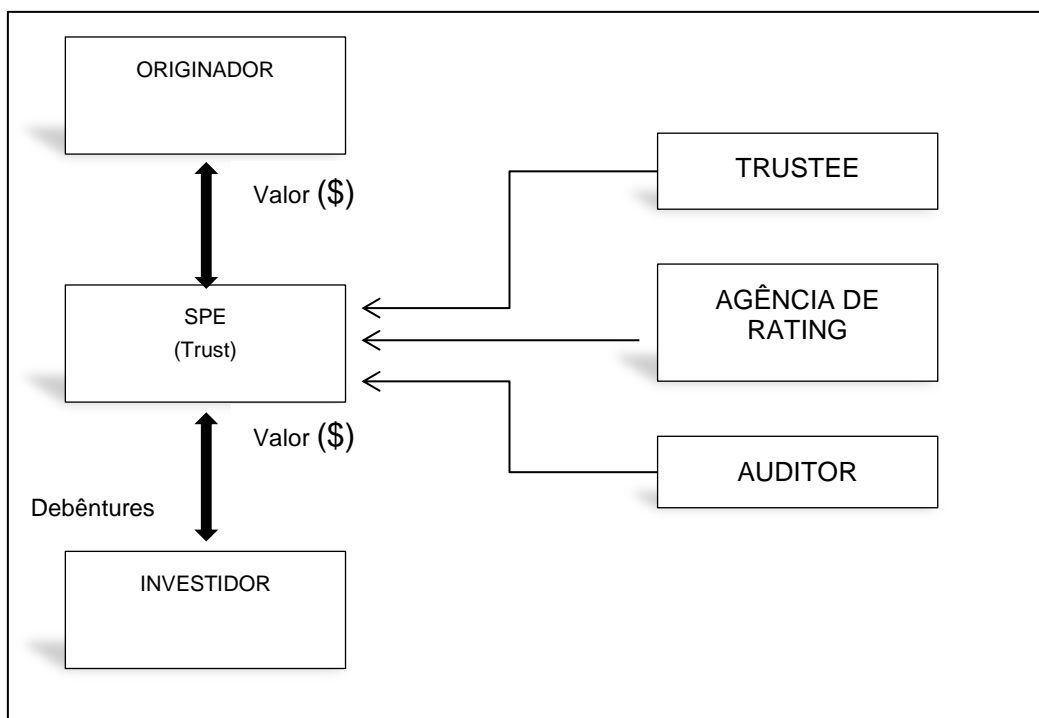
Para ocorrer a operação de securitização é necessário existirem negociadores de diferentes segmentos da economia, cujos principais agentes do processo são: o originador cedente, o veículo e o investidor, cada qual com sua função bem definida. Existem diversas modalidades possíveis de transformar ativos em valores mobiliários.

Os veículos mais utilizados no mercado de capitais brasileiro são: os FIDC; as SPE; e as Companhias Securitizadoras.

Com o objetivo de melhorar a credibilidade operacional e uma bem estruturada operacionalização funcional, é exigível um elemento externo ao sistema, ou interveniente, com a função de supervisionar todo o processo em favorecimento aos investidores. Esse elemento interveniente, em geral, são auditores, agências de ratings e os agentes fiduciários.

A figura 1 apresenta uma visão gráfica da estrutura de uma operação convencional de securitização de recebíveis.

Figura 1 - Estrutura básica da securitização de recebíveis.



FONTE: LUXO, 2010.

3.1.1 Originadores

Os originadores, cedentes, geralmente são empresas, ou qualquer pessoa jurídica, dos diversos mercados, que necessita de crédito para capital de giro, rolagem de dívida de curto prazo ou investimento, e possui crédito tais como, serviços, indústria, comércio dentre outros ramos de atividade que possuam contas a receber provenientes de suas atividades com vencimento futuro: como vendas a prazo, por exemplo. Esses recebíveis futuros são frutos de vendas que foram realizadas e faturadas, cujo vencimento para recebimento é em data futura. Os recebíveis futuros oriundos da venda são utilizados como lastro dos títulos que a SPE emitirão.

Os originadores têm como benefícios a redução de endividamento uma vez que a captação dos recursos é originária de ativos, não incorre em riscos de crédito por empréstimos bancários ou de liquidez porque o fluxo de caixa de recebíveis é transferido para os investidores, isto é, mantém a empresa focada na atividade fim, assegurando um financiamento estável. Outros benefícios são devido ao baixo custo

de captação e o não comprometimento de seu patrimônio e, ainda, reduzir seus passivos junto aos bancos mantendo elevados os limites de créditos.

3.1.2 Sociedade de Propósito Específico – SPE

A SPE é uma instituição empresarial, não financeira, constituída como uma sociedade anônima com objetivo específico de adquirir os recebíveis do originador e convertê-los em debêntures para os investidores.

As SPE são empresas com características especiais que as tornam mais seguras e práticas nas relações entre as demais. Enfim, é uma sociedade com personalidade jurídica, escrituração contábil própria e demais características comuns às empresas limitadas ou sociedades anônimas.

A sociedade anônima, com efeito, tornou-se eficaz instrumento do capitalismo precisamente porque permite a poupança particular participar dos empreendimentos, sem que o investidor, modesto ou poderoso, se vincule à reponsabilidade, além da soma investida, e pela possibilidade de, a qualquer momento, sem dar conta de seu ato a ninguém, negociar livremente os títulos, obtendo novamente liquidez monetária desejada. Graças a tão simples mecanismo, a poupança privada pôde ingressar comodamente no mundo dos negócios, tornando-se a sociedade anônima o instrumento popular do capitalismo, fundamental para o seu predomínio, sem o qual não se poderia conceber sua expansão¹⁸.

A SPE é uma empresa regida pela Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, das Sociedades Anônimas, criada para assumir o papel de entidade emissora de uma operação de securitização. É também uma sociedade patrimonial que, ao contrário dos consórcios, pode adquirir bens móveis, imóveis e participações.

A CVM elaborou um Anteprojeto de Lei para a reforma da Lei 6.404/76. A proposição teve, desde o início, por finalidade a modernização e harmonização da lei societária em vigor com os princípios fundamentais e melhores práticas contábeis internacionais, visando a inserção do Brasil no atual contexto de globalização econômica. Originária da própria CVM o texto germinou das ideias debatidas em encontros com representantes de entidades públicas e privadas.

¹⁸ REQUIÃO apud LUXO. 2007, p. 46.

A lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007, que entrou em vigor em primeiro de janeiro de 2008, cujo principal objetivo foi a alteração das regras contábeis e a introdução de novos dispositivos a Lei 6.404/76, das Sociedades por Ações. O objetivo da nova Lei foi atualizar as regras contábeis brasileiras e aprofundar a harmonização dessas regras com os pronunciamentos internacionais. A exigência de adequação das sociedades limitadas de grande porte às normas de elaboração das suas demonstrações financeiras, de acordo com a nova Lei n. 11.638/2007, pode, rigorosamente, sanar uma anomalia trazida pelas maiores companhias multinacionais.

Também conhecida como *trust*, palavra oriunda da língua inglesa, cuja operacionalidade tem igual semelhança e é assim entendida:

Implica o trust a transferência de propriedade ou titularidade sobre um bem corpóreo, móvel ou imóvel, ou incorpóreo, como os direitos, a um terceiro denominado trustee, a quem incumbe exercer os direitos adquiridos em benefício de pessoas designadas expressamente no instrumento criador do trust, ou indicadas pela lei ou jurisprudência na falta de tal instrumento, chamadas de beneficiários. Alternativamente, podem se constituir trust em benefício de pessoas determinadas, mas, com vistas à perseguição de determinados objetivos¹⁹.

Uma SPE financia a compra de uma carteira de ativos-lastros do cedente mediante a emissão de instrumentos de dívida como debêntures simples e debêntures com participação de lucros. Apesar de algumas SPE terem sido reutilizadas para novas emissões, é comum que estas sejam dissolvidas após a liquidação completa das obrigações emitidas.

A sociedade de propósito específico que capta recursos dos investidores, por meio da emissão de debêntures, não está contaminada por outras dívidas da sociedade alienante dos créditos (companhia originadora), nem pelos riscos de sua atividade empresarial, o que diminui os riscos para os investidores e, portanto, permite juros mais baratos²⁰.

¹⁹ SALOMÃO NETO apud LUXO. 2007, p. 46.

²⁰ Idem.

3.1.3 Investidores

Os investidores são pessoas que aplicam seus dinheiros em negócios, ou ativos, financeiros esperando obter lucros, sendo que o principal investidor no mercado de securitização são investidores institucionais que procuram equilibrar sua alocação de investimentos em setores distintos.

A securitização possibilita ao investidor uma oportunidade de diversificar os investimentos de renda fixa em vários novos segmentos, oferecendo melhores alternativas do que os títulos emitidos pelos bancos comerciais.

3.1.4 Agente Fiduciário

O agente fiduciário, conhecido como *trustee*, é o responsável, por delegação, para supervisionar a operação de securitização e zelar pela proteção dos direitos dos investidores dos valores mobiliários. A relevância da função do agente fiduciário está na confiabilidade depositada pelo investidor, por serem delegadas a pessoas naturais com ilibada reputação para o exercício do cargo em instituição financeira autorizada pelo BACEN. O agente exerce uma função exclusiva e não pode estar coligado a nenhuma outra tarefa, título e, também, a outra instituição ou sociedade.

Sua contratação é obrigatória, quando da instituição do regime fiduciário sobre os créditos que dão lastro aos títulos imobiliários. Tem como atribuição específica, em períodos pré-determinados, emitir aos investidores relatórios com o exame formal financeiro, dos índices do desempenho operacional da carteira e os resultados das auditorias internas.

No mercado de securitização mundial, existe uma figura similar ao agente fiduciário, conhecida como trustee, cujo trabalho no processo de securitização é mais amplo em relação às atribuições do agente fiduciário,

pois assume, além das obrigações legais, obrigações adicionais impostas pela estrutura de securitização²¹.

Os poderes conferidos aos agentes fiduciários, para representar os titulares dos valores mobiliários, inclui a quitação após o recebimento dos valores gerados pela operação, tendo, entre outras atribuições, a de administrar o patrimônio em separado da securitização, no caso de insolvência da securitizadora.

O gestor dos ativos da securitização, ou servicer, que tem como principal função a responsabilidade pela cobrança e processamento dos recebíveis. É uma empresa contratada pela securitizadora para administrar a carteira de créditos. Na impossibilidade de o servicer continuar com a função de gestor dos ativos, há uma segunda empresa substituta, igualmente qualificada, passível de exercer a mesma atividade.

3.1.5 Custodiante

A custodiante é a empresa intermediadora das operações financeiras no mercado financeiro. Esse intermediador é, praticamente, o harmonizador, ou compatibilizador, das informações de compra e venda dos ativos. É quem executa o pagamento aos investidores com os valores provenientes do fluxo gerado pelo veículo. Essa instituição atua como depositária de ações de companhias abertas, debêntures, cota de fundos de direito creditórios e imobiliários, como também, de outros títulos de renda fixa privada.

3.1.6 Auditor

São os responsáveis por auditorias e certificação de conformidade e autenticidade das documentações provenientes dos originadores, dos emissores e dos órgãos destinados a cobrança dos títulos e pela emissão de relatórios de consubstanciação e pareceres técnicos. Na securitização, é vital a importância do auditor independente, pois seus relatórios de análises dos procedimentos contábeis

²¹ CANÇADO e GARCIA. 2007, p. 35.

das companhias permitem ao investidor verificar a veracidade das informações relatadas pela entidade emissora. Tal função é mais exacerbada diante a emissão de valores mobiliários por companhias abertas e a participação de fundos de investimentos em direitos creditórios.

As demonstrações financeiras das companhias abertas observarão, ainda, as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e serão obrigatoriamente submetidas a auditoria por auditores independentes nela registrados²².

A CVM é a responsável pela fiscalização do perfeito funcionamento das securitizadoras, porém há os auditores independentes, homologados, que são responsáveis em examinar as demonstrações financeiras e a posição patrimonial das companhias, tudo em conformidade com as legislações em vigor. A finalidade do auditor é proporcionar maior segurança às operações e tem o como objetivo coletar e informar publicamente os dados resultantes da carteira aos investidores. A auditoria independente é essencial à manutenção da integridade dos papéis, às informações sobre as movimentações financeiras e dos ativos em um determinado período. Uma auditoria aprimorada das demonstrações contábeis deve enfatizar a análise dos sistemas de controle internos das diversas áreas, dos procedimentos contábeis adotados e dos critérios e procedimentos relacionados com as obrigações tributárias, trabalhistas e previdenciárias.

3.1.7 Agência de classificação de risco

O que a securitização tem de atrativo para investidor em títulos mobiliários é o benefício da individualidade, a diversificação dos ativos, a sintetização de análise para o investimento e a participação de um agente administrador, defensor dos interesses do investidor com aprimorado conhecimento de atuação da SPE operadora, bem como, um permanente acompanhamento de auditoria externa, tudo para garantir uma plena segurança e uma redução dos riscos.

²² Art. 177, paragrafo 3º, Lei 6.404, de 15 dez 1976. Dispõe sobre sociedades por ações.

As agências de classificação de risco, mais conhecida como agências de rating, fornecem aos investidores, mutuários e emitentes uma prospecção mais acurada para uma tomada de decisão quanto a um financiamento ou a um investimento a se realizado.

Rating é palavra da língua inglesa que poderia ser traduzida como classificação, opinião, motivo pelo qual as agências de rating são chamadas também de agências de classificação de riscos. Com efeito, essas agências são responsáveis por avaliar o risco de inadimplemento de um devedor, seja ele um Estado soberano, uma pessoa jurídica de direito interno, público ou privado, ou até mesmo um indivíduo; é possível também a avaliação da solvabilidade de um título específico²³.

Embora as agências de rating não sejam submetidas à regulação de um órgão como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ou Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec), alguns dispositivos legais emitidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid) fazem menção à atividade de classificação de risco. Em certos casos, eles recomendam sua utilização na captação de recursos.

Para que uma agência de rating exerça um papel significativo, ela deverá ter uma boa reputação, que desperte a confiança do mercado. Essas são condições relevantes para atribuir eficiência e maior lucratividade às captações de recursos. Enfim, a confiança que o mercado nela deposita não está diretamente relacionada à regulação estatal, mas à reputação adquirida pela qualidade dos serviços prestados²⁴.

O objetivo precípua de uma agência de rating é a avaliação neutra e insuspeita, de uma empresa, de um mercado ou mesmo de um país, quanto ao seu nível de solvabilidade, ou seja, a capacidade financeira da empresa para desenvolver as suas atividades, de tal maneira que possa apontar os possíveis riscos aos investidores em potencial. Uma rating deve ter uma opinião bem fundamentada, independente e consistente, que trata das probabilidades (e não certezas) relativas à condição geral dos negócios e à capacidade de pagamento de um devedor ou emissor de títulos.

²³ CARVALHO, 2012

²⁴ FREIRE apud CARVALHO, 2012.

Em nenhum momento, as agências de rating devem fazer uma recomendação de investimento ou engajar-se na estruturação de um produto, pois deixariam de exercer seu objeto social, que pressupõe independência e isenção dos serviços prestados. Igualmente, não podem discernir quanto a determinados risco como variação das taxas juros ou oportunos tipos investimentos que melhor se adapte a um específico investidor.

Vale lembrar, no entanto, que, mesmo não sendo reguladas pelo Estado, as agências estão sujeitas à responsabilidade civil com relação ao emprego da diligência, cautela e imparcialidade necessárias para a emissão de seus pareceres²⁵.

Uma agência que se presta a divulgar informações para o mercado mobiliário deve independente de culpa direta, reparar os possíveis danos causados pelo fato de sua atividade representar riscos.

Observamos que, dessa forma, as agências de rating embora não reguladas no Brasil são reconhecidas no ordenamento jurídico brasileiro e devem ser fundamentadas, de forma que a violação ao dever de transparência e imparcialidade, inerentes a essa espécie de agência, configura crime de manipulação de mercado, previsto em nosso ordenamento jurídico:

Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime²⁶.

Dessa forma, ao desobedecerem a tais preceitos, são obrigadas a indenizar prejuízos causados a terceiros. Havendo informações falsas, prospectadas ou anunciadas, almejando-se especificamente a subscrição, compra e venda de títulos, ações ou quotas cogita-se o crime previsto em lei:

²⁵ Op.cit.

²⁶ Art. 27C da Lei 10.303, de 31 out. 2001.

Art. 3º. São também crimes desta natureza:

(...)

VII - dar indicações ou fazer afirmações falsas em prospectos ou anúncios, para fim de substituição, compra ou venda de títulos, ações ou quotas;

Pena - detenção, de 2 (dois) anos a 10 (dez) anos²⁷.

Essencialmente, desempenha o papel de avaliador fidedigno, com especialização em risco de crédito, numa determinada operação para a emissão de um parecer de risco dirigido aos investidores. Essas agências avaliam a situação econômica e financeira do originador dos créditos, a qualificação da carteira de recebíveis, os pareceres emitidos por auditores e, também, documentação do agente fiduciário.

3.2 Conceituação dos riscos da securitização

Em qualquer modalidade de aplicação, o sucesso de uma securitização está no evidenciamento de sua operação e também nos elementos que constituem o patrimônio da SPE, responsável pela emissão dos valores mobiliários. As considerações estabelecidas que permitem o direito creditório ser transferido a uma SPE, deverão estar minuciosamente especificados em contratos formais.

Rating é a classificação de risco que determinado título carrega. A Securitizadora contrata uma Agência Classificadora que trimestralmente confecciona um relatório sobre o nível de risco dos recebíveis emitidos. O grau de classificação determina a que taxa de risco deverá ocorrer a operação de securitização.

Existem diferentes tipos de riscos dentre os quais se pode fazer uma classificação. Por exemplo:

Sistemático é o que tem a capacidade de afetar grande número de ativos, tem amplo efeito no mercado e não sistemático o que afeta um único ativo ou poucos ativos, como é um risco específico a empresa ou a ativos individuais, algumas vezes o chamamos de risco específico.

²⁷ Lei 1521, de 26 dez. 1951. Altera dispositivos da legislação vigente sobre crimes contra a economia popular.

A parte não antecipada do retorno, ou seja, a que resulta de surpresas, é o verdadeiro risco de um investimento. Afinal de contas, se recebêssemos sempre exatamente o que estávamos esperando, o investimento seria perfeitamente previsível e, por definição, livre de risco. Em outras palavras, o risco de possuir um ativo é originado pelas surpresas – os eventos não antecipados²⁸.

Risco de mercado é o risco de perdas resultantes de variação dos preços de mercado dos ativos: risco de títulos de dívida, de ações e outros instrumentos de participação societária, de câmbio e de mercadorias.

Risco de liquidez é o risco de não se conseguir mobilizar recursos monetários para honrar obrigações quando apresentadas para liquidação. É o de maior ocorrência.

Risco de crédito engloba quatro tipos de eventos:

A incapacidade final do tomador em honrar o contrato de dívida, parcial ou inteiramente, no pagamento do principal e/ou dos juros (default);

O atraso no pagamento dos valores contratados;

A migração de crédito, isto é, a mudança de avaliação da probabilidade de pagamento do contrato por parte de avaliadores de crédito, como as agências de rating; e

A renegociação do contrato forçada, sob estresses, impondo perdas ao credor.

Risco legal é o de perdas pela falta de cumprimento das leis, normas e regulamentos. É a possibilidade de perdas decorrentes da inobservância de dispositivos legais ou regulamentos e subdivide-se em:

Risco tributário – quando envolve inadequação na incidência de tributos; e

Risco de legislação – quando ocorre a violação da legislação ou de regulamentos vigentes.

²⁸ ROSS, et al, apud ARAÚJO. 2010, p. 30.

3.3 Mecanismos de controle do risco

Uma das fases importantes de uma operação de segregação de risco com securitização é a identificação e avaliação dos recebíveis, sua centralização e uma comparação quantificadora do fluxo de caixa a ser gerado pelos recebíveis. Na operação de securitização existem outros mecanismos de controle mais tradicionalmente usados na redução de risco, que é a qualidade do crédito e a garantia jurídica, ambos aplicados amiúde. Além desses fatores citados, existem os contratos de seguro, os contratos futuros, as opções de compra e venda. No caso do seguro, é previsto uma indenização, caso o sinistro ocorra, e nos contratos futuros e opções, o que se busca é manter uma situação econômica em patamares aceitáveis, buscando diminuir a oscilação e incerteza daqueles que estão no processo produtivo.

A securitização tem função extremamente relevante no que diz respeito à alocação de risco, podendo ajudar no gerenciamento, em diferentes graus, da maioria dos tipos de risco a que estão sujeitas instituições financeiras ou outros originadores de natureza diversa. Essa função, se utilizada, adequadamente, pode refletir no fortalecimento do mercado financeiro como um todo. Por seu intermédio, o risco envolvido em determinados financiamentos pode ser dividido e dirigido a quem possa analisá-lo e entendê-lo melhor, e, por conseguinte, demandar retorno menor para assumi-lo²⁹.

A securitização, diferentemente do seguro, dos contratos futuros e das opções, atua de forma diversa na busca do controle do risco, pois procurar mitigar os efeitos do risco, simplesmente pulverizando-o no mercado, entre os diversos investidores.

(...) trata-se de mecanismo pelo qual o risco envolvido em determinada operação é fracionado e diluído, de forma a se tornar irrelevante ou pelo menos aceitável para cada um dos agentes envolvidos, o que seria impossível, se tal risco estivesse concentrado em uma única instituição³⁰.

²⁹ CAMINHA. 2007, p. 54.

³⁰ Idem..

A segregação dos riscos decorrentes das operações de securitização pode ser estabelecida em três patamares e nomeada como efetiva, relativa ou tênue.

No primeiro caso, segregação efetiva, o produto ou serviço já foi concluído e existe a relação jurídica, já preenchendo os requisitos necessários, existe o contrato de compra e venda e que não pode ser desfeito, exceto por inadimplência, cujo risco pode ocorrer por parte do comprador e não do devedor.

Numa segregação relativa já existe o relacionamento jurídico e também a obrigação de pagar, porém o bem ou o serviço não foram entregues, ou parcialmente entregue, podendo haver o risco por parte do vendedor que pode não cumprir com o compromisso e o comprador sustar os pagamentos, transferindo-os para juízo.

Já na segregação tênue, não existe a relação jurídica e a operacionalidade pode ser cancelada a qualquer tempo sem ônus. Neste caso os recebíveis são calculados por valores históricos, projetados para o futuro, e o risco pertence ao vendedor.

A securitização de créditos ocorre igualmente ao processo tradicional de análise de crédito, análise e depois monitoramento, porém, na securitização o risco não é assumido por uma única instituição, ou investidor, mas é pulverizado dentre os demais investidores compradores dos títulos da referida dívida e que são lastreados a um ativo correspondente.

Na securitização, o credor do veículo emissor dos títulos tem a medida exata da garantia de pagamento de seu crédito, que é o ativo lastro da operação do veículo. Não existe a concorrência de outros credores, que não aqueles que detêm títulos oriundos da securitização, que não estão sujeitos ao risco da originadora, devido à segregação. No processo de securitização, todos têm responsabilidades bem determinadas; a originadora não responde pelas dívidas do veículo e este tem responsabilidade limitada aos bens segregados.

3.4 A legalidade da operação de factoring

O fomento comercial (factoring) é uma atividade comercial atípica, com seguimentos tanto na prestação de serviços como em compra de ativos financeiros. A operação de factoring, dentro do fomento mercantil, ocorre com a negociação por uma empresa de factoring promovendo a compra dos créditos gerados por vendas a prazo de uma empresa mercantil. O benefício obtido pela empresa cedente nessa negociação é abreviação da entrada de numerário no caixa, proveniente de vendas com vencimentos futuros, disponibilizando o ativo circulante capacitando-a para as necessárias comercializações e aquisição de insumos básicos sem, entretanto, comprometer seu capital. A empresa de factoring também pode atuar na prestação de serviços administrativo ao cliente.

É a prestação continua e cumulativa de assessoria mercadológica e creditícia, de seleção de riscos, de gestão de crédito, de acompanhamento de contas a receber e de outros serviços, conjugada com a aquisição de créditos de empresas resultantes de suas vendas mercantis ou de prestação de serviços, realizadas a prazo³¹.

A Associação Nacional das Sociedades de Fomento (ANFAC) tem se empenhado junto ao BACEN na busca da adoção legislativa para regulamentar as empresas de factoring, padronizando-as nacionalmente, cujo objetivo é a legalização e o fortalecimento das atividades, capacitando-as para atividades internacionais, possibilitando o fomento às exportações. A ideia principal da regulamentação das empresas factoring é mantê-las sob a supervisão, cujas atividades e volumes de créditos passarão a constar nas avaliações do BACEN.

O BCB somente realiza sua supervisão nas empresas e entidades identificadas em leis que expressamente lhe atribuem tal competência, e, portanto, não dispõe de poder para fiscalizar quaisquer outras sociedades, a exemplo das de fomento comercial (factoring) e das administradoras de cartão de crédito de validade nacional, quando desenvolvem suas atividades regulares³².

³¹ SEBRAE. 2004.

³² BACEN. Manual da supervisão. 2009.

A prevalência dos argumentos usados pela ANFAC está baseada no seguinte texto:

Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.

Art. 18. As instituições financeiras somente poderão funcionar no País mediante prévia autorização do Banco Central da República do Brasil ou decreto do Poder Executivo, quando forem estrangeiras³³.

Complementando,

O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9º da Lei nº 4.595, de 31.12.64, torna público que o CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, em sessão realizada em 22.02.95, tendo em vista o disposto no art. 4º, inciso VI, da referida Lei, e face ao contido no art. 28, "parágrafo 1º, alínea "c.4", da Lei nº 8.981, de 20.01.95, que conceitua como "factoring" a atividade de prestação cumulativa e contínua" de serviços de assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção e riscos, administração de contas a pagar e a receber, compras de direitos creditórios resultantes de vendas mercantis a prazo ou de prestação de serviços,

RESOLVEU:

Art. 1º Esclarecer que qualquer operação praticada "por empresa de fomento mercantil ("factoring") que não se ajuste ao" "disposto no art. 28, parágrafo 1º, alínea "c.4", da Lei nº 8.981, de" 20.01.95, e que caracterize operação privativa de instituição financeira, nos termos do art 17, da Lei nº 4.595, de 31.12.64, constitui ilícito administrativo (Lei nº 4.595, de 31.12.64) e criminal (Lei nº 7.492, de 16.06.86)³⁴.

Da definição legal, sobressai que não podem ser consideradas ou mesmo equiparadas a instituições financeiras, pois não são disciplinadas pela Lei nº 4.595/64, nem integram o Sistema Financeiro Nacional. Pela Resolução nº 2.144, do BACEN, mas esclarece que "qualquer operação praticada por empresa de fomento mercantil que caracterize operação privativa de instituição financeira, nos termos do art. 17 da Lei nº. 4.595, de 31.12.64, constitui ilícito administrativo (Lei. 4.595, de 31/12/64) e criminal (Lei 7.492, de 16/6/86)".

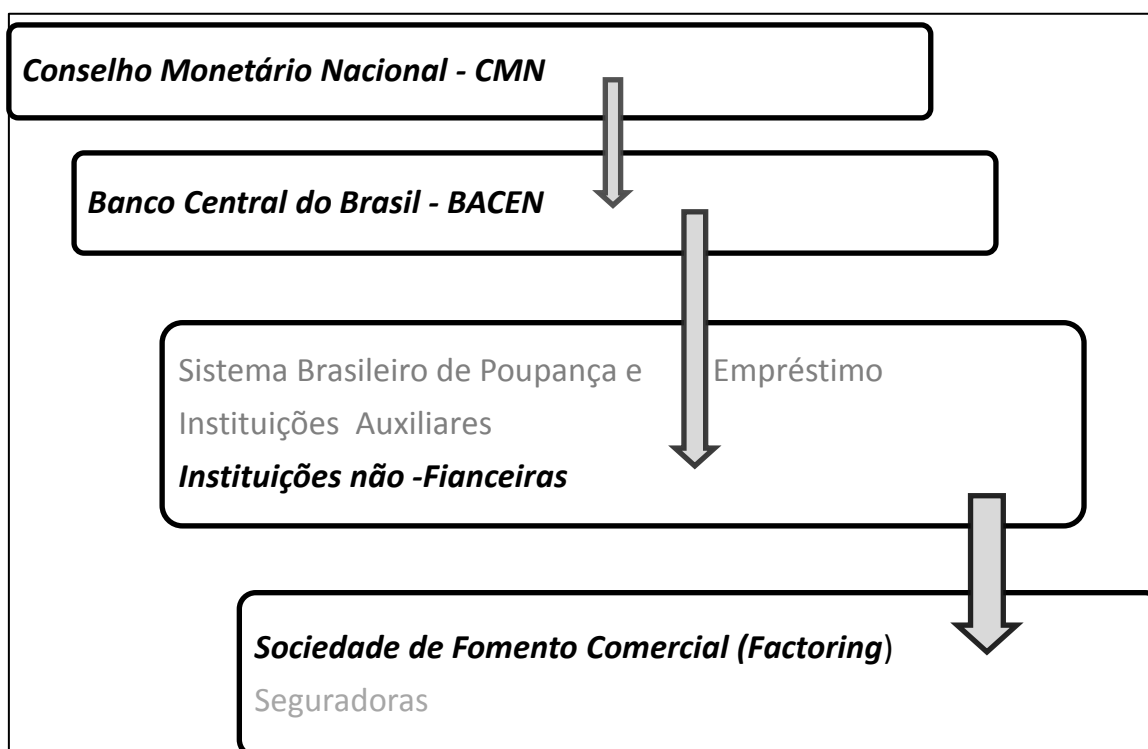
³³ Lei 4.595, de 31 dez. 1964.

³⁴ BACEN. Resolução nº 2.144, de 22 fev. 1995.

Contudo, no Anexo V do Decreto 3.048, de 6 de maio de 1999, e na redação dada pelo Decreto nº 6.957, de 9 de setembro de 2009, na relação de atividades preponderantes e correspondentes graus de riscos, conforme a classificação nacional de atividades econômicas, consta: “CENAE 2.0: 6491-3/00; Descrição: Sociedade de fomento mercantil – factoring; Alíquota: 1”.

Neste contexto o Fomento Comercial (factoring), se devidamente registrado dentro do Sistema Financeiro Nacional (SFN) em devida subordinação dentro de “Instituições não-Financeiras”, como apresentado no Quadro 5.

Quadro 4 - Posicionamento das Sociedades de Fomento Comercial diante do Conselho Monetário Nacional.



FONTE: De autoria própria.

3.4.1 Características do factoring

A despeito de as empresas de fomento comercial não estarem adequadas as leis que regem o SFN, ela operam amparadas no contexto jurídico do Código Civil porém carecem de estudos melhor elaborados por juristas em virtude de não

estarem regulamentadas por uma específica. A atividade financeira no país tem seu embasamento jurídico no Direito Civil. “As instituições ditas financeiras estão definidas e são supervisionadas pelo BACEN, só podendo funcionar no Brasil com autorização antecipada do BACEN”³⁵.

A empresa de factoring não opera com captação financeira nem com capital de terceiros, mas com recursos próprios e sua função básica é a prestação de serviços e compra de créditos a vencer, com valores fixos previamente negociados com o cliente.

A operação de factoring, face à elevada comissão cobrada pelo faturizador, distingue-se da operação bancária do desconto de títulos, razão porque o faturizador assume o risco do não pagamento pelo devedor dos títulos negociados. A emissão de promissória pelos gerentes da faturizada, com expressa menção de que destina-se a garantir o pagamento do devedor do título negociado, representa engenho contornador da irresponsabilidade do faturizado, sem eficácia na relação faturizador-faturizado (3ª Câm. do TARGS, Apel. 194214144, de 30.11.1994)³⁶.

Os bancos, por sua vez, negociam por meio de intermediações de crédito. Em síntese, a operação bancária gera os lucros advindos da diferença entre a taxa de juros paga aos investidores e a taxa de juros cobrada dos tomadores de recursos.

Tratando-se de contrato de factoring, incabível o direito de regresso contra o faturizado, uma vez que, operada a transferência definitiva do crédito, exonera-se de responder pela satisfação da dívida, sendo da essência da avença a responsabilidade do faturizador pelos riscos da impontualidade e da insolvência do sacado. (6ª Câm. do TAMG, Apel. 1882104/95)³⁷.

Em complemento a decisão da apelação acima:

Se assim ocorre de um modo geral no direito contratual, não soa desarrazoado afirmar que em se tratando de contrato de formento mercantil inexistente qualquer ilegalidade na estipulação por parte do faturizado da sua responsabilidade subsidiária na hipótese de inadimplemento por parte dos sacados dos títulos cedidos para empresa de factoring. Tal estipulação não é vedada por lei, não atenta contra a ordem pública e atende aos interesses

³⁵ Art. 17 e 18 da Lei 4.595/64.

³⁶ ROCHA. 2000.

³⁷ Idem.

do próprio faturizado, que negociará com o factor um fator de compra (deságio) que melhor atenda aos seus interesses³⁸.

Por conseguinte, o modus operandi de uma empresa de factoring passa ao largo das funções operativa dos bancos, por não haver qualquer semelhança em suas atuações, pois enquanto o primeiro se limita a prestação de serviços e a compra de recebíveis o segundo opera com o crédito propriamente considerado.

As empresas de factoring no Brasil operam com as seguintes modalidades:

a) Convencional – ou "conventional factoring" é a compra de direitos creditórios ou ativos, representativos de vendas mercantis a prazo ou de prestação de serviços mediante notificação feita pelo vendedor (endossante-cedente) ao comprador (sacado-devedor). Não há antecipação ou adiantamento de recursos. O pagamento é feito à vista pela sociedade de fomento mercantil.

b) Trustee – produto idealizado em 1988 pela ANFAC e genuinamente integrado na filosofia do factoring. Trata-se da gestão financeira e de negócios da empresa-cliente, que passa a trabalhar com caixa zero, otimizando sua capacidade financeira.

c) Exportação – serve para comercializar no exterior bens produzidos por empresa-cliente do factoring. Largamente utilizado na Europa e no Extremo Oriente.

d) Compra de matéria-prima – a empresa de factoring faz a intermediação da compra de matéria para seu cliente, negociando diretamente com o fornecedor, visando obter melhor preço de compra.

Já o maturity factoring, ainda não praticado no Brasil, diferencia-se do convencional, porque os títulos de crédito são remetidos pela empresa-cliente à sociedade de fomento mercantil e por esta liquidados no vencimento ou nas palavras do mestre Fran Martins, "faturização no vencimento". No factoring convencional, ou tradicional ou old line factoring as faturas representativas dos títulos de créditos são liquidadas antes do vencimento das mesmas, e por isso, muito próximo do desconto bancário. Os recursos são adiantados pela empresa faturizadora, ficando ela, conseqüentemente, com os títulos³⁹.

Fazendo um paralelismo entre securitização e factoring, listamos algumas diferenças que existem em ambas as atividades.

Na operação de securitização, a empresa originadora transfere seus recebíveis à uma sociedade securitizadora, que os convertem em títulos de valores mobiliários. Com a venda dos títulos de valores mobiliários, a originadora recebe o pagamento dos créditos cedidos, efetivando a sua antecipação. Devido à flexibilidade da securitização, são vários os tipos de ativos, ou recebíveis possíveis

³⁸ BEBER. 2010.

³⁹ LEITE. 1997, p. 207.

de serem securitizados e operados no mercado brasileiro: Financiamento e leasing de veículos (aviões, barcos, automóveis etc); equipamentos e maquinário industrial; empréstimo pessoal; recebíveis de empresas de saúde, bem como, os oriundos de operações da agropecuária, do mercado imobiliário e industrial e, também, atividades como a prestação de serviços, entre outros.

O factoring, a empresa originadora vende seus créditos a vencer à empresa de fomento mercantil que assume o risco de inadimplência dos recebíveis e paga ao originador o valor dos papéis já descontado de um deságio operacional,

4 - CONCLUSÃO

Nos últimos anos, o uso da securitização se tornou importante fonte de captação de recursos para o setor privado e tem crescido em um ritmo acelerado nos principais mercados globais, inclusive no Brasil, onde as condições econômicas têm contribuído para que esta forma de investimento ganhe popularidade entre empresas e investidores. Além de ser uma recente modalidade de negócios financeiros ela, cada vez mais, aumenta sua representatividade no mercado de capitais brasileiro.

A securitização de recebíveis tem se apresentado como um veículo de mobilização para o Brasil se tornar mais competitivo, mediante a globalização em seus desafios para o aumento da produção e, conseqüentemente, melhor geração de empregos. É também um instrumento de engenharia financeira que ajuda reduzir taxas de juros via intermediação financeira.

A securitização, apesar de sua complexidade e necessidade de vários agentes para sua concretização, traz várias vantagens para o mercado, tais como: desintermediação financeira, o que pode gerar uma redução entre o preço de compra e venda dos títulos. Apesar dos benefícios, como todo negócio, a operação de securitização de recebíveis incorre em riscos. Porém, os riscos, na securitização, são pulverizados, divididos entre os diversos investidores, evitando sua concentração em uma única instituição financeira.

A Securitização de Recebíveis é uma operação financeira que merece atenção de investidores e pesquisadores, sendo uma ótima fonte para novos estudos e aprofundamentos, embora o presente estudo tenha se limitado ao objetivo inicialmente citado, existem muitas outras oportunidades de desenvolvimento sobre esse assunto ainda tão pouco difundido em nosso país como uma excelente alternativa, mas de grande valia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAÚJO, Cleiton Souza de, **Securitização de recebíveis: estudo da evolução desta ferramenta no mercado de capitais brasileiro**. Monografia apresentada a Universidade Federal do Ceará. Fortaleza, 2010.

BEBER, Jorge Luís Costa. **Contrato de Factoring. Legalidade da Cláusula de Regresso**. Portal do Fomento. 7 jun. 2010. Disponível em: <http://www.portaldofomento.com.br/artigo.php?id=61>. Acesso em 29 nov. 2012.

BOITEUX, Fernando Neto. **Títulos de crédito**. São Paulo. Ed Dialética, 2002.

BRAGA FILHO, Aristóteles Marques e MOREIRA, Caio José Silva. **Financiamentos imobiliários: Emissão de certificados de recebíveis imobiliários sob o foco do incorporador**. 2008. 74. Monografia (Graduação em Engenharia Civil). Disponível em: <http://pt.scribd.com/doc/58661960/Financiamentos-Imobiliarios-Emissao-de-CRIs-sob-o-Foco-do-Incorporador>. Acesso em 18 nov. 2012.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Manual da supervisão**. Disponibilizado em: 15 set. 2009. Atualizado em: 3 jun. 2011. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/gmn/visualizacao/listarDocumentosManualPublico.do?method=visualizarDocumentoCodigoFormatado&codigoFormatado=1.2.20.10&idManual=1>. Acesso em: 22 dez. 2012.

_____. Banco Central do Brasil. **Resolução nº 2.144, de 22 de fevereiro de 1995. Esclarece sobre operações de "factoring" e operações privativas de instituições financeiras**. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1995/pdf/res_2144_v1_O.pdf. Acesso em 21 nov. 2012.

_____. **Banco do Brasil 200 anos – 1964-2008**. Diretoria de Marketing e Comunicação do Banco do Brasil. – Livro 2. -- Belo Horizonte: Del Rey, Fazenda Comunicação & Marketing, 2010. 224 p.: il. ISBN 978-85-63961-01-3.

_____. Casa Civil da Presidência da República. **Alvará de 12 de outubro de 1808. Cria um Banco Nacional nesta Capital**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/revista/Rev_44/ALVARA1808.htm. Acesso em: 29 nov. 2012.

_____. Casa Civil da Presidência da República. Alvará de 28 de junho de 1808. **Crêa o Erario Regio e o Conselho da Fazenda.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/revista/Rev_35/Alvara.htm. Acesso em: 29 nov. 2012.

_____. Casa Civil da Presidência da República. **Decreto nº 22.626, de 7 de abril de 1933: Dispõe sobre os juros nos contratos e da outras providencias.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d22626.htm. Acesso em: 5 dez. 2012.

_____. Casa Civil da Presidência da República. **Decreto-Lei nº 7.293, de 2 de fevereiro de 1945, Cria a Superintendência da Moeda e do Crédito, e dá outras providências.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/1937-1946/Del7293.htm. Acesso em 1 dez. 2012.

_____. Casa Civil da Presidência da República. **Lei nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951. Altera dispositivos da legislação vigente sobre crimes contra a economia popular.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L1521.htm. Acesso em 18 dez. 2012.

_____. Casa Civil da Presidência da República. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.** Disponível em: <http://www4.planalto.gov.br/legislacao>. Acesso em 28 nov. 2012.

_____. Casa Civil da Presidência da República. **Lei nº 3.071, de 1º de janeiro de 1916. Código Civil dos Estados Unidos do Brasil.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L3071.htm. Acesso em 4 dez. 2012.

_____. Casa Civil da Presidência da República. **Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964. Estabeleceu a correção monetária, o impedimento de distribuição de dividendos para os possuidores de dívidas com a União, normas de indexação dos débitos fiscais e criou os títulos públicos federais, com correção monetária e juros pelas Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN).** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4357.htm. Acesso em: 30 nov. 2012.

_____. Casa Civil da Presidência da República. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. **Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm. Acesso em: 30 nov. 2012.

_____. Casa Civil da Presidência da República. **Lei nº 6.385, de 7 dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6383.htm. Acesso em 22 nov. 2012.

_____. Casa Civil da Presidência da República. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações.** Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm. Acesso em 4 dez. 2012.

_____. **Constituição da República Federativa do Brasil**, 5 de outubro de 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao67.htm. Acesso em 18 nov. 2011.

_____. Senado Federal. **Decreto nº 23.501, de 27 de novembro de 1933: Declara nula qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar ou restringir, nos seus efeitos, o curso forçado do mil réis papel, e dá outras providências.** Disponível em: http://www6.senado.gov.br/legislacao/ListaNormas.action?numero=23501&tipo_norma=DEC&data=19331127&link=s. Acesso em: 5 dez. 2012.

_____. Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas - SEBRAE. **O que é factoring?** Disponível em: http://www.pa.sebrae.com.br/sessoes/pse/tdn/tdn_fac_oque.asp. Acesso em: 21 nov. 2012.

CAMINHA, Uinie. **Securitização**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fábio Gallo. **Securitização no Brasil**. São Paulo, Ed. Atlas S/A, 2007.

CARVALHO, Gabriel Siqueira Eliazar de. **Regulamentação e responsabilidade das agências de rating**. Jus Navigandi, Teresina, ano 17, n. 3273, 17jun. 2012. Disponível em: <<http://jus.com.br/revista/texto/22003>>. Acesso em: 18 dez. 2012.

COLLINS COBUILD. **Advanced dictionary of american english**. 2007, 1th edition.

CORADI, Carlos Daniel. **Operações financeiras de securitização de recebíveis e fundos de direitos creditórios**. São Paulo. EFC, 2005. Disponível em: www.efc.com.br/docs. Acesso em: 16 Ago 2012.

EFC, Engenheiros Financeiros e Consultores. **Operações financeiras de securitização de recebíveis e de fundos de direitos creditórios: conceitos e aplicações para financiamento de exportações, construção habitacional, rodoanéis, saneamento empresarial, alongamento de passivos caros, etc.** Disponível em: http://www.efc.com.br/docs/SECURITIZACAO_DE_RECEBIVEIS.pdf. Acesso em: 31 out. 2012.

LEMOS, Luiz Leite. **Factoring no Brasil**. 5. ed. São Paulo: Paulo: Atlas, 1997.

LUXO, José Carlos Augusto. **Estudo comparativo dos custos operacionais e tributários da securitização e FIDC**. Revista de Finanças aplicadas.. 2010. pp. 1-12. Disponível em: <http://www.financasaplicadas.net/ojs/index.php/financasaplicadas/article/viewArticle/11>. Acesso em: 14 dez. 2012.

PUGA, Fernando Pimentel. **Sistema financeiro brasileiro: Reestruturação recente, comparações internacionais e vulnerabilidade a crise cambial**. 1990. Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro/eco90_12.pdf. Acesso em: 6 out. 2012.

ROCHA, Marcelo Hugo da. **Estudo sobre o contrato de factoring**. Jus Navigandi, Teresina, ano 5, n. 42, 1 jun. 2000. Disponível em: <<http://jus.com.br/revista/texto/634>>. Acesso em: 30 nov. 2012.

SOUZA, Thais Helena Marque. **Empresa de fomento mercantil – Factoring e incidência do IOF – Imposto sobre operações financeiras**. 2006. 56. Monografia (Grau Especialista em Direito Empresarial) Universidade Federal de Mato Grosso, Cuiabá. Disponível em: http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:0dteA_MAIJkJ:cpd1.ufmt.br/fd/images/files/Monografia__UFMT__Direito_Empresarial__Aluna_Thais_Helena_M26032008160259._de_Souza+Thais+helena+marques+de+souza&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br. Acesso em: 2 dez. 2012.

TZU, Sun. **A arte da guerra. Uma nova interpretação**. 4ª.ed. Rio de Janeiro: Edidora Campos Ltda., 2001.