



SPC Vs. FIDC

INTRODUÇÃO

Ao final do ano de 2001, o **Conselho Monetário Nacional** criou através da Resolução nº 2.907/01 os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (“FIDC”) e os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, em seguida regulamentados pela Instrução nº 356/01 editada pela **Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**.

Anterior à criação do FIDC, o veículo de segregação de risco utilizado nas operações domésticas de securitização era sob a forma de uma companhia de propósito específico (“SPC”), que adquiria direitos creditórios da originadora e emitia valores mobiliários (debêntures ou ações) para financiá-los. Porém, alguns fatores inibiam a constituição destes veículos, sendo os mais problemáticos: (i) os societários, pela falta de regulamentação específica sobre SPC e a caracterização do trustee; e, (ii) os tributários, pela falta de um regime tributário especial, sendo sujeita ao pagamento de impostos normalmente devidos por toda e qualquer empresa constituída no Brasil.

Quanto a falta de regulamentação específica, o problema reside na não caracterização da SPC como sendo uma “bankruptcy remote company”, e ainda, no reconhecimento do trustee, como acionista de fato, e não como proprietário fiduciário dos ativos da SPC, e agente fiscalizador da emissão. Com relação aos aspectos tributários, a SPC está sujeita ao recolhimento de (i) PIS e COFINS equivalentes a 3,65% da receita bruta, (ii) imposto de renda pessoa jurídica – IRPJ, a alíquota de 34% sobre o lucro marginal, e ainda, (iii) Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira - CPMF, equivalentes a 0,38% do valor de cada movimentação financeira realizada.

Os FIDC’s foram criados justamente para eliminar estes e outros fatores que inibiam o desenvolvimento da securitização. Por que então, apenas o fundo do **BMG** foi formalmente constituído desde a criação do FIDC? Isto devido ao fato de que o ano de 2002 foi excepcionalmente ruim para o mercado de capitais. Problemas como a corrida dos fundos de investimentos, em função da marcação a mercado dos títulos públicos, o agravamento da crise Argentina, a expressiva diminuição das linhas de crédito para as companhias brasileiras, a indefinição do cenário eleitoral, e ainda, o elevado custo de financiamento da dívida pública, “travaram” o mercado. Com o clima pouco favorável, os originadores de recebíveis decidiram não se aventurar, optando pelas renegociações de suas dívidas ou emissões “plain vanilla” acrescidas de caução de recebíveis.

Além do cenário desfavorável, outro motivo que não permitiu o avanço maior dos FIDC’s foi a própria legislação que os instituiu. Tendo em vista sua rápida elaboração, e a grande preocupação do órgão regulador em proteger ao máximo os investidores, alguns pontos relevantes necessitam ser alterados, entre os quais citamos: (i) o resgate de cotas subordinadas somente após a integral liquidação das cotas seniores; (ii) não previsão de emissão de cotas seniores com características distintas, e em séries indeterminadas; e, (iii) a necessidade de seguro de performance, nos casos onde os recebíveis não são performados. A **CVM** tem demonstrado grande interesse em ouvir as demandas de mercado, e eventualmente rever alguns dos termos da Instrução nº 356/01.

A **Pentágono** acredita no grande potencial da securitização no Brasil, tendo estruturado diversas operações de sucesso, e vem trabalhando ativamente na divulgação e no aprimoramento deste mercado, apresentando soluções e estruturas inovadoras aos nossos clientes e ao mercado. Para maiores informações acesse nosso site: www.pentagonotruster.com.br.

SPECIAL PURPOSE COMPANY - SPC

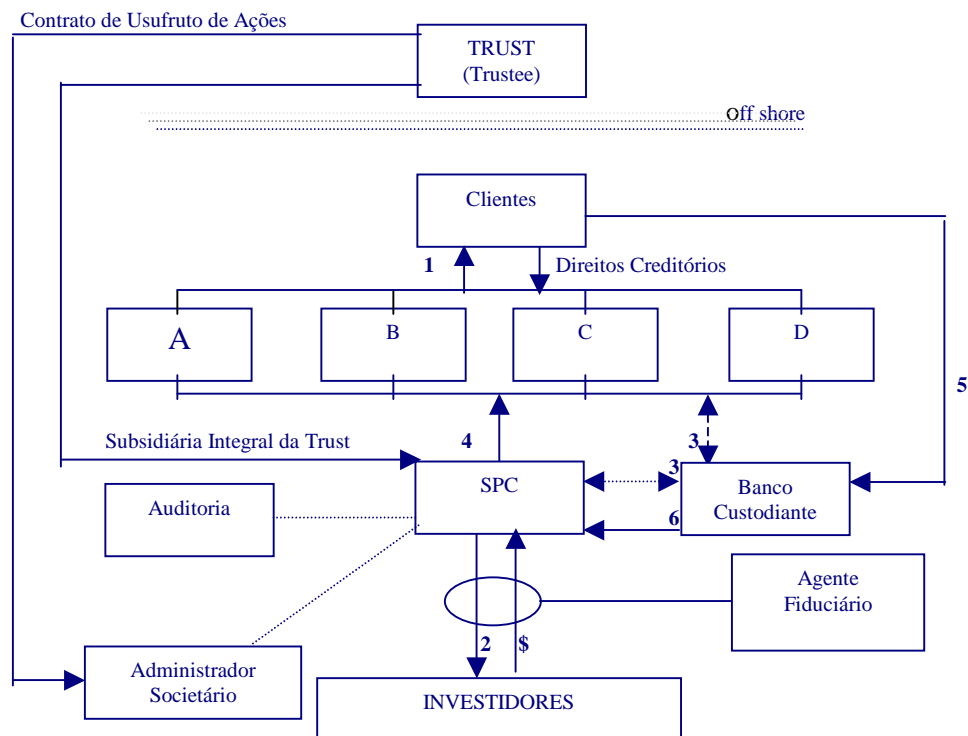
Considerado o mais eficiente veículo de segregação de risco, e amplamente utilizado nos mercados americanos e europeus, e ainda, por grande parte das companhias brasileiras, nas operações internacionais de antecipação do fluxo futuro de exportações, a SPC é constituída sob forma de uma companhia aberta, e tem por objeto único a aquisição de direitos creditórios elegíveis (pré-determinados, por rigorosos critérios e condições de seleção), com recursos captados no mercado de capitais através da emissão de valores mobiliários, normalmente sob a forma de dívida.

Tendo em vista sua ampla utilização, não temos dúvidas de que, ao invés de se criar o FIDC como veículo de segregação de risco, melhor seria, se os órgãos reguladores tivessem caracterizado a SPC como um veículo de segregação de risco, com normas societárias e tributárias especiais, assim como feito por outros países. Deste modo, os onerosos custos tributários e burocráticos poderiam ser evitados. Mas lembre-se; existem estruturas que podem ser extremamente eficientes utilizado-se a SPC ao invés do FIDC.

Sob o ponto de vista do investidor, é importante notar algumas diferenças relevantes: (i) o percentual relativo da carteira dos investidores institucionais passíveis de serem aplicados em debêntures é muito superior ao destinado às cotas seniores e subordinadas emitidas pelo FIDC; (ii) as debêntures são títulos com ampla utilização no mercado doméstico, enquanto que as cotas emitidas pela FIDC não; (iii) a remuneração das debêntures pode ser facilmente calculada pelos investidores, já a remuneração das cotas não; e (iv) no caso de FIDC aberto, o investidor é penalizado tendo em vista o efeito “come cota” da provisão mensal de imposto de renda, que não pode ser compensada nos meses seguintes. Em suma, a demanda por operações de securitização via SPC tende a ser muito superior, quando comparada ao FIDC, refletindo diretamente na remuneração exigida pelos investidores.

Considerando uma maior demanda para as operações via SPC, o grande desafio é torná-la eficiente sob o ponto de vista do originador. Neste caso é fundamental observar as características dos recebíveis a serem securitizados. Quanto mais perfeito for o “casamento” entre o passivo e o ativo (em termos de fluxo e custo), mais eficiente será a operação. Se os direitos creditórios securitizados forem não performados, é muito provável que a estrutura mais aconselhável seja aquela através da SPC. Se eles forem gerados no mercado financeiro, então, não há a incidência do CPMF. Outra ferramenta extremamente importante é a debênture subordinada com cláusula de participação nos lucros. Além de ser o mecanismo utilizado para ajustar o overcollateral da securitização, ela também servirá para enviar ao originador o lucro residual da operação.

Desenho esquemático de uma securitização através de uma SPC



- (1) As Originadoras (A, B, C e D) realizam operações a prazo com seus Clientes, gerando Direitos Creditórios;
- (2) Para obter recursos para aquisição dos Direitos Creditórios, a SPC emite as Debêntures;
- (3) Nos termos do Contrato de Cessão, as Originadoras oferecem à cessão para a SPC os Direitos Creditórios. Os contratos ou duplicatas, representativas dos Direitos Creditórios são enviadas pelas Originadoras, por meio eletrônico, diretamente ao Banco, para que este verifique o atendimento, pelos Direitos Creditórios, das Condições de Elegibilidade e dos Critérios de Elegibilidade, previamente definidos. Verificado e constatado, pelo Banco, o atendimento, pelos Direitos Creditórios, das Condições de Elegibilidade, o Banco envia à SPC e às Originadoras um relatório de cessão, informando quais Direitos Creditórios Elegíveis estão sendo adquiridos. *Vale notar que, os deveres do banco custodiante são infinitamente mais flexíveis nestes casos, do que quando comparado às suas obrigações para realizar a custódia de um FIDC, o que, em alguns casos, pode ser o fator definitivo de securitizar ou não;*
- (4) Recebido os relatórios de cessão, a SPC efetua, nos termos do Contrato de Cessão, o pagamento do Preço de Aquisição dos Direitos Creditórios Elegíveis;
- (5) Na data de vencimento dos Direitos Creditórios Elegíveis, os Clientes realizam o pagamento por meio da rede bancária;
- (6) O Banco repassa os recursos oriundos do pagamento dos Direitos Creditórios Elegíveis para a SPC, que, então, amortiza as debêntures, *nos caso de operações onde os direitos creditórios são originados por contrato de longo prazo (e.g. Compra e Venda de Imóveis, prestação de serviços, aluguéis), e na medida em eles são pagos, as debêntures vão sendo automaticamente amortizadas.*

FUNDO DE RECEBÍVEIS - FIDC

Conforme dito anteriormente, a grande contribuição do FIDC para o mercado de securitização foi o de torná-lo mais eficiente em termos tributários, sendo sua constituição menos burocrática, se comparada à SPC, no tocante à dispensa de constituição de uma trust offshore e de uma SPC interna, assim como, da contratação de um administrador societário. Não incidem sobre o FIDC os seguintes tributos: (i) PIS; (ii) Cofins; (iii) CPMF; (iv) IRPJ; (v) CSSL; e, (vi) IRRF.

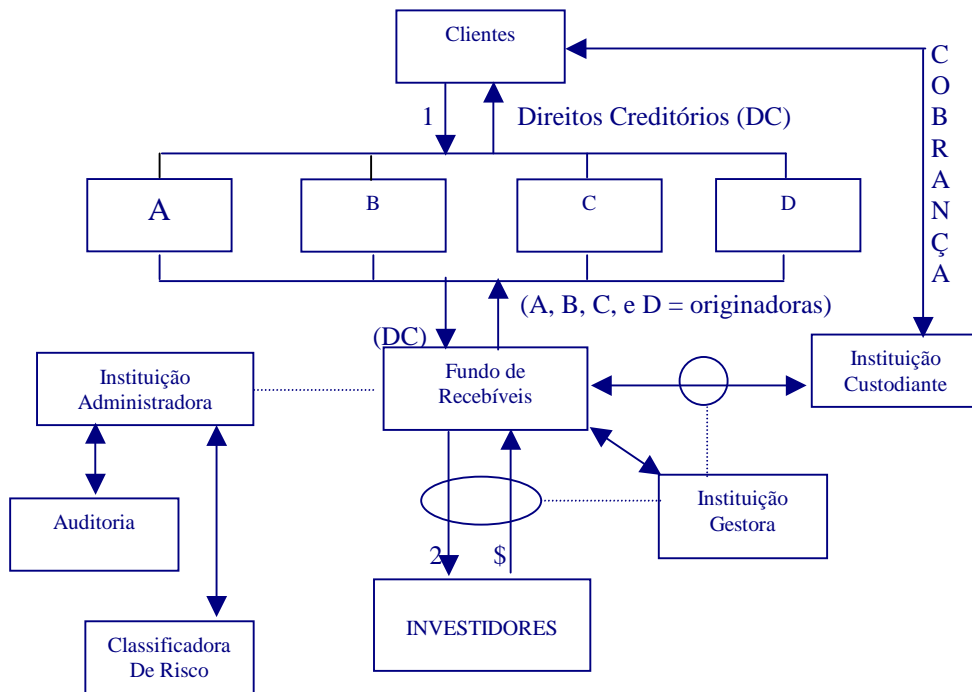
Para os cotistas, o Imposto de Renda – IR incide na fonte, a alíquota de 20%, sendo que, nos fundos abertos, ele é apurado e pago mensalmente, sobre a valorização da cota em relação ao mês anterior (“come cota”). Nos fundos fechados, assim como nas debêntures, ele é pago somente quando da amortização ou resgate da cota, e apurado sobre a diferença positiva, se houver, entre o valor de resgate e da aplicação. No caso do IOF sobre as cotas, há incidência na amortização ou resgate caso ocorra em prazo inferior a 30 dias da data da aplicação.

O FIDC deverá funcionar como uma SPC, distribuindo cotas através do mercado de capitais, e posteriormente, adquirindo direitos creditórios elegíveis. A carteira do FIDC poderá ser constituída por recebíveis revolventes e/ou estáticos, e o risco inerente a cada tipo de cota (sênior ou subordinada) e classe (nível de subordinação entre as várias classes de cotas subordinadas), deverá levar em conta (i) os diversos níveis de subordinação entre as cotas, (ii) o correto dimensionamento do fundo de reserva e demais dispositivos de liquidez, (iii) a forma do fundo – aberto ou fechado, (iv) o hedge das taxas, no sentido de equalizar as diversas taxas embutidas nos créditos e a taxa que se deseja “carregar” no fundo, assim como (v) o prazo para realização das aplicações, amortizações e resgates.

Nos casos onde a carteira de direitos creditórios que se deseja securitizar tenha um “duration” (prazo médio) curto, havendo necessidade de novas compras, raros serão os casos onde o FIDC não será o melhor veículo. A questão nesses casos é determinar qual a forma de condomínio o FIDC será constituído – aberto ou fechado. Lembre-se que o sucesso da captação pode depender da forma escolhida.

Sob o ponto de vista do investidor, apesar do montante de recursos disponível ser inferior aos da debênture, dentro da indústria de fundos, não há opção melhor. O “trade off” risco x retorno é muito superior a de qualquer outro fundo. A volatilidade das cotas seniores, considerando um nível de collateralização adequado, tende a zero, e o retorno deve ser muitos basis points acima dos verificados pelos fundos DI e de renda fixa “pura”. Por se tratar de um produto novo, excelentes oportunidades de retorno serão oferecidas. Um exemplo disso é o FIDC administrado pelo banco BMG, cuja rentabilidade oferecida é de DI + 3%, com rating AAA pela **Atlantic Rating**, e um fluxo de pagamento bastante interessante.

Desenho esquemático de uma securitização através do FIDC



Naquelas operações revolventes, com cessões sucessivas, na medida em que os direitos creditórios elegíveis são pagos pelos devedores, os recursos decorrentes desses pagamentos são, empregados na aquisição, pelo FIDC, de novos direitos creditórios elegíveis, procedimento que se repete até a data de amortização ou de vencimento das cotas, quando os recursos obtidos com a realização dos direitos creditórios elegíveis adquiridos pelo FIDC são utilizados para o resgate das cotas, nos termos do regulamento do FIDC. Como na SPC, aquelas operações onde os direitos creditórios são originados por contrato de longo prazo (e.g. Compra e Venda de Imóveis), na medida em que os Direitos Creditórios são pagos, as cotas vão sendo automaticamente amortizadas. *Cabe notar que, nos casos de direitos creditórios não performados, se faz necessário um seguro de performance, tendo em vista a possibilidade da companhia originadora não ter capacidade de entregar o produto.*

CONCLUSÃO

Sempre que for considerada uma captação de recursos via securitização de recebíveis, é imperativo avaliar ambos os veículos, e escolher aquele que apresente a melhor relação custo benefício. Apesar de parecer simples, esta é uma tarefa bastante complexa. Com uma mesma carteira de recebíveis, dependendo da estrutura desenhada, o melhor veículo poderá ser o FIDC ou a SPC.

Ao longo dos últimos dois anos, percebemos que muitas companhias captaram recursos através de operações de empréstimos, garantidas pelo penhor de sua carteira de direitos creditórios. Estas operações, apesar da rápida formatação, não conseguem eliminar o risco de crédito da companhia (sob o ponto de vista do credor/investidor), refletido nos ratings da emissão, que em sua grande maioria estão limitados ao rating corporativo, e ainda, penaliza sua administração financeira e seu grau de alavancagem. Entendemos que, ao invés de penhorar sua carteira de recebíveis a um empréstimo, a companhia deveria considerar uma operação de securitização, não apenas pela possibilidade de um melhor rating e um conseqüente menor retorno exigido na referida emissão, mas também pelo fato de melhorar sua estrutura de capital, podendo ainda, reduzir seu custo médio ponderado de capital.

Em relação aos investidores, percebemos ainda uma grande dificuldade em avaliar uma operação de securitização, e a efetiva segregação do risco do originador. Se faz necessário uma ampla discussão sobre a securitização junto aos investidores institucionais, a fim de garantir uma forte demanda por títulos securitizados, seja através de cotas ou debêntures. Os demais participantes do mercado: custodiantes, administradores de recursos, estruturadores, advogados, têm o desafio de dar o suporte tecnológico e legal para o desenvolvimento deste mercado.