



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

DANIEL BUENO E SILVA SANCHEZ

**A Securitização de Direitos Creditórios não Performados (NPLs) através de FIDCs Não
Padronizados**

Trabalho de Conclusão de Curso, como
requisito parcial para obtenção do título de
bacharel em Direito, sob orientação do Prof.
Dr. José Horácio Halfeld Rezende Ribeiro

SÃO PAULO

2025

RESUMO

O presente trabalho analisa o papel dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), com especial atenção aos FIDCs não padronizados, como instrumentos de transformação de ativos ilíquidos em líquidos no mercado financeiro brasileiro. Partindo do conceito de securitização e de sua evolução histórica, o estudo demonstra como esse mecanismo atua na mobilização de ativos, na redistribuição de riscos e na criação de liquidez a partir de créditos de baixa negociabilidade, como recebíveis futuros e créditos inadimplidos. A pesquisa evidencia que a securitização, ao converter fluxos de caixa futuros em instrumentos financeiros negociáveis, amplia o acesso ao crédito, reduz a dependência das empresas em relação ao sistema bancário tradicional e favorece a formação de um mercado de capitais mais dinâmico e inclusivo. O trabalho também examina o papel das sociedades de propósito específico (SPEs) na estruturação das operações e compara sua funcionalidade com a arquitetura dos FIDCs, destacando a superioridade destes últimos quanto à flexibilidade, transparência regulatória e diversificação de riscos. Além disso, analisa-se o tratamento conferido aos créditos inadimplidos, com enfoque nos chamados Non-Performing Loans (NPLs), e o modo como sua securitização contribui para a reativação de ativos improdutivos, transformando perdas potenciais em oportunidades de investimento estruturadas. Com base em revisão bibliográfica, análise normativa e experiência prática do autor na área de gestão de ativos e securitização, conclui-se que os FIDCs não padronizados representam uma das expressões mais sofisticadas da engenharia financeira contemporânea, consolidando-se como vetores de modernização e eficiência na economia brasileira.

Palavras-chave: FIDC; Securitização; Ativos ilíquidos; Liquidez; NPLs; Mercado de crédito; Resolução CVM 175.

ABSTRACT

This study analyzes the role of Credit Receivables Investment Funds (FIDCs), with a particular focus on non-standardized FIDCs, as key instruments for transforming illiquid assets into liquid ones within the Brazilian financial market. Starting from the concept and historical evolution of securitization, the research demonstrates how this mechanism mobilizes assets, redistributes risks, and creates liquidity from low-marketability credits such as future receivables and non-performing loans (NPLs). The study shows that by converting future cash flows into tradable financial instruments, securitization expands access to credit, reduces corporate dependence on traditional banking systems, and contributes to the development of a more dynamic and inclusive capital market. It also examines the role of Special Purpose Entities (SPEs) in structuring securitization operations and contrasts their functionality with the FIDC model, emphasizing the latter's advantages in flexibility, regulatory transparency, and risk diversification. Furthermore, the research explores how the securitization of defaulted credits allows the reactivation of previously stagnant assets, turning potential losses into structured investment opportunities. Drawing on bibliographical review, regulatory analysis, and the author's professional experience in asset management and structured finance, the study concludes that non-standardized FIDCs represent one of the most sophisticated expressions of contemporary financial engineering, establishing themselves as catalysts for modernization, liquidity creation, and efficiency in the Brazilian economy.

Keywords: FIDC; Securitization; Illiquid assets; Liquidity; NPLs; Credit market; CVM Resolution 175.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Variáveis de interesse relacionadas ao crédito e à eficiência financeira – comparação entre Brasil, OCDE, Chile e Portugal (2019).....	27
Tabela 2: Composição do Índice de Custo de Crédito (ICC) ajustado no Brasil – 2021 a 2023.....	28

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN – Banco Central do Brasil

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FGC – Fundo Garantidor de Créditos

FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

FIDC NP – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizado

IGGs – Instituições Gestoras de Garantia

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

LFT – Letra Financeira do Tesouro

NPL – *Non-Performing Loans* (Créditos Inadimplidos)

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PIB – Produto Interno Bruto

PTF – Produtividade Total dos Fatores

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia / Taxa Básica de Juros

SPE – Sociedade de Propósito Específico

TLP – Taxa de Longo Prazo

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

NTN – Nota do Tesouro Nacional

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	8
1 SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS.....	10
1.1 Conceito e dinâmica operacional.....	10
1.2 Modelo de Securitização Aplicado aos Créditos Inadimplidos.....	18
2 MERCADO DE CRÉDITO NO BRASILEIRO E O CUSTO DO CRÉDITO NO BRASIL.....	22
2.1 Mercado de Crédito Privado.....	31
3 TRANSFORMANDO ATIVOS ILÍQUIDOS EM LÍQUIDOS ATRAVÉS DO MERCADO DE CAPITAIS.....	34
3.1 Papel da Securitização na Transformação dos Ativos.....	34
3.2 Ativos Líquidos e Ilíquidos.....	41
3.3 FIDCs como veículos de transformação de ativos.....	44
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	47
REFERÊNCIAS.....	50

INTRODUÇÃO

O dinamismo do sistema financeiro contemporâneo tem imposto às empresas e investidores o desafio de conciliar eficiência na alocação de recursos com mecanismos cada vez mais sofisticados de gestão de risco. Nesse cenário, a liquidez dos ativos assume papel central, pois representa a capacidade de conversão imediata de direitos e créditos em recursos financeiros disponíveis. Em economias emergentes, como a brasileira, marcadas por um mercado de crédito concentrado e por restrições de acesso a fontes de financiamento tradicionais, a criação de instrumentos que ampliem a liquidez e diversifiquem as formas de captação de recursos revela-se essencial ao desenvolvimento econômico. É nesse contexto que a securitização e, de modo particular, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) emergem como alternativas eficazes para transformar ativos ilíquidos em instrumentos financeiros negociáveis, promovendo não apenas eficiência operacional, mas também a democratização do crédito e a dinamização do mercado de capitais.

A securitização de ativos representa, na contemporaneidade, um dos mais sofisticados mecanismos de intermediação financeira, capaz de converter créditos de baixa liquidez, muitas vezes considerados imobilizados no balanço das empresas, em instrumentos negociáveis e rentáveis no mercado de capitais. Trata-se de uma engenharia jurídica e financeira que se consolidou como alternativa concreta à intermediação bancária tradicional, oferecendo novas vias de captação de recursos e redistribuição de riscos. No contexto brasileiro, essa transformação encontra sua expressão mais avançada na estrutura dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), especialmente na modalidade dos FIDCs não padronizados, cuja flexibilidade permite lidar com ativos de natureza complexa, como créditos inadimplidos, precatórios e recebíveis em disputa judicial.

A análise do processo de securitização exige compreender que ele não se limita à mera cessão de direitos creditórios, mas envolve um encadeamento articulado de etapas jurídicas, contábeis e financeiras que culminam na criação de um ativo financeiro líquido e estruturado. Em sua essência, o processo parte da transferência de ativos ilíquidos da empresa originadora, como recebíveis de longo prazo ou créditos vencidos, para uma entidade emissora (geralmente uma Sociedade de Propósito Específico ou um fundo de investimento), que, por sua vez, emite títulos ou cotas lastreados nesses ativos. Essa dissociação patrimonial é o que garante aos

investidores proteção contra o risco de insolvência da originadora, preservando o caráter autônomo do veículo emissor e conferindo segurança jurídica à operação.

No cenário internacional, a securitização despontou como uma resposta inovadora à escassez de liquidez do sistema financeiro tradicional, especialmente a partir da década de 1970, quando as operações estruturadas passaram a ocupar papel central no financiamento imobiliário norte-americano. No Brasil, embora a adoção desse modelo tenha ocorrido de forma mais tardia, a partir das operações de exportação no final dos anos 1980 e, posteriormente, no setor imobiliário, o processo de maturação institucional e aperfeiçoamento regulatório permitiu a consolidação dos FIDCs como o principal instrumento de securitização. A criação de fundos com cotas de diferentes níveis de risco, sênior, mezanino e subordinado, ampliou as possibilidades de alocação de capital e atraiu investidores com perfis de risco variados, fortalecendo o mercado de crédito privado e a liquidez do sistema financeiro nacional.

A partir dessa perspectiva, o presente trabalho propõe-se a investigar de que modo os FIDCs não padronizados — especialmente aqueles voltados à aquisição de créditos inadimplidos (*Non-Performing Loans – NPLs*) — têm desempenhado um papel estratégico na transformação de ativos ilíquidos em líquidos, convertendo passivos de difícil realização em oportunidades estruturadas de investimento. Esses fundos, ao absorver carteiras compostas por créditos vencidos ou litigiosos, operam não apenas como veículos de financiamento, mas como verdadeiros instrumentos de reestruturação de valor, capazes de revitalizar fluxos financeiros estagnados e criar liquidez onde antes havia apenas expectativa de recebimento.

Tal análise adquire especial relevância em um ambiente econômico marcado por elevado custo de crédito, alta concentração bancária e baixa eficiência na recuperação de garantias, características que historicamente restringem o acesso das empresas, sobretudo as de menor porte, a fontes de financiamento. A securitização, ao viabilizar operações de desintermediação financeira, contribui para a democratização do crédito e a redução das assimetrias informacionais entre credores e tomadores, promovendo um movimento de sofisticação e descentralização do mercado financeiro brasileiro.

Do ponto de vista metodológico, o estudo articula fundamentos teóricos, normativos e práticos, considerando tanto a literatura especializada quanto a experiência empírica do autor na estruturação e gestão de operações de FIDCs. Essa abordagem híbrida permite compreender não apenas os aspectos formais da securitização, mas também suas implicações econômicas,

jurídicas e operacionais, sobretudo no que tange à precificação dos ativos, à *due diligence*, à governança dos fundos e à mensuração de riscos e retornos.

Em termos estruturais, o trabalho está dividido em quatro grandes eixos: o primeiro apresenta o conceito e a dinâmica da securitização, situando historicamente seu desenvolvimento e os fundamentos que sustentam sua aplicação no contexto brasileiro; o segundo aborda a estrutura jurídica e operacional das SPEs e dos FIDCs, destacando o papel dos FIDCs não padronizados como instrumentos de gestão de ativos complexos; o terceiro discute o mercado de crédito brasileiro e o custo do crédito, evidenciando os desafios estruturais que tornam a securitização uma alternativa necessária; e, por fim, o quarto capítulo aprofunda a análise sobre a conversão de ativos ilíquidos em líquidos, enfatizando a função dos FIDCs na modernização do mercado de capitais e na criação de novos paradigmas de financiamento.

Diante disso, o estudo busca demonstrar que os FIDCs não padronizados representam uma fronteira evolutiva na arquitetura financeira nacional, combinando inovação jurídica, sofisticação técnica e impacto econômico concreto. Mais do que simples instrumentos de investimento, constituem mecanismos de liquidez sistêmica, capazes de aproximar o capital de risco da economia real e de reconfigurar as formas tradicionais de intermediação financeira. A securitização, nesse contexto, não apenas transforma ativos, mas redefine o próprio conceito de liquidez no mercado contemporâneo.

1. SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS

A securitização de direitos creditórios, que passam a compor o portfólio dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), representa uma etapa estruturalmente relevante nas operações financeiras contemporâneas. Para que se compreenda com maior precisão os mecanismos de constituição e operacionalização desses fundos, bem como para se analisar a securitização de ativos ainda não performados, é imprescindível o exame prévio de algumas noções conceituais fundamentais. Neste capítulo, serão abordadas, de forma introdutória, as principais características do instituto da securitização, suas finalidades, funcionamento e os contornos que essa engenharia financeira adquiriu no contexto brasileiro.

1.1. Conceito e dinâmica operacional

Em obra clássica sobre o tema, intitulada “*Securitization: A New Era in American Finance*”, Kendall ao tratar da securitização como marco de uma nova era nas finanças norte-americanas descreve esse mecanismo como uma técnica por meio da qual se promove a

agregação de empréstimos ou outros instrumentos de crédito, com a finalidade de transformá-los em títulos mobiliários negociáveis (valores mobiliários). Trata-se, portanto, de um processo que viabiliza a conversão de ativos originalmente ilíquidos — cuja negociação direta no mercado seria inviável ou ineficiente — em instrumentos financeiros dotados de liquidez, aptos à negociação no mercado de capitais¹.

Além disso, destaca-se que essa conversão frequentemente é acompanhada por mecanismos de fortalecimento do perfil de crédito desses ativos, seja por meio de garantias adicionais, seja por estruturas que aumentem a atratividade do papel junto ao investidor. Assim, a securitização não apenas viabiliza o acesso a recursos com maior agilidade, como também contribui para a dispersão do risco no sistema financeiro e para o fortalecimento do mercado secundário de crédito.

Embora a adoção do termo “securitização” tenha sido alvo de críticas, sobretudo no que tange à sua incorreta vernaculização no contexto da língua portuguesa², é possível compreender que tal expressão deriva diretamente da palavra inglesa *security*, empregada no universo financeiro para designar valores mobiliários. A securitização, nesse sentido, pode ser compreendida como o processo de conversão de ativos financeiros — originalmente não transacionáveis nos mercados de capitais — em *securities*, ou seja, instrumentos aptos à negociação, com todas as consequências jurídicas e econômicas decorrentes dessa transformação.

Ao transportar esse conceito para o ordenamento jurídico brasileiro, verifica-se que o correspondente funcional do termo *security* seria o “valor mobiliário”, cuja conceituação pode ser extraída da definição de Barros, que classifica o termo como:

(i) todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária; (ii) realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos; (iii) de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento; (iv) em que ele, o investidor, não tem ingerência direta; e (v) mas do qual se espera ter algum ganho ou benefício futuro³.

¹ Conforme: KENDALL, Leon T. **Securitization: A New Era in American Finance**. p.1-2. In: FISHMAN, Michael J.; KENDALL, Leon T. *A Primer on Securitization*. Cambridge: The MIT Press, 1996.

² Conforme: NORONHA, Ilene Patrícia. **Securitização de Recebíveis Mercantis**. São Paulo: Quartir Latin, 2010. p.31-32.

³ BARROS. Luiz Gastão. O Conceito de Security no Direito Norte Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro – Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v.14, p.41-60, apud LEITE, Cristiano da Cruz. O Papel do Advogado na Estruturação de Fundos de Recebíveis. p.53. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

No entanto, é digno de nota que, no Brasil, o vocábulo “securitização” assumiu contornos semânticos mais amplos e, por vezes, ambíguos.

Conforme levantamento conduzido por Roque⁴ em sua obra, *Securitização de Créditos Vencidos e Pendentes de Pagamento e Risco Judicial*, a jurisprudência nacional passou a empregar o termo em contextos diversos, ora vinculando-o ao Direito Securitário — em referência a contratos de seguro —, ora utilizando-o como sinônimo de reestruturação ou prorrogação de dívidas, notadamente no âmbito das operações de Crédito Rural reguladas pela Lei nº 9.138, de 29 de novembro de 1995.

Esse uso multifacetado reflete, em parte, a ausência de uma padronização terminológica no trato das operações financeiras complexas no cenário jurídico brasileiro, o que exige especial cautela interpretativa tanto por parte dos operadores do direito quanto dos estudiosos da matéria.

Entretanto, para os fins do presente estudo, adotar-se-á a acepção conferida por Leite, que oferece uma abordagem conceitual mais aderente à prática observada no mercado financeiro nacional. Segundo o referido autor, não há, no ordenamento jurídico brasileiro, um tipo negocial específico designado como “securitização”, tampouco existe uma regulamentação legal que defina de forma exaustiva os contornos jurídicos e operacionais dessa estrutura.

Trata-se, em verdade, da formação de um negócio por diversos atos sucessivos e constantes, com o escopo único de viabilizar juridicamente a operação de cessão de direitos de crédito, construído com base na autonomia da vontade e na sofisticação do mercado de capitais⁵.

A partir da definição aqui adotada, impõe-se o exame do procedimento de estruturação de uma operação de securitização, o qual se inicia, em regra, com a manifestação de interesse por parte da empresa originadora — a qual, ao invés de recorrer à emissão de um título de dívida tradicional, opta por antecipar receitas futuras por meio da cessão de direitos creditórios.

De acordo com Lima Neto⁶, a primeira etapa concreta dessa estruturação consiste na identificação, pela originadora, dos ativos que serão destacados do seu balanço contábil, os quais formarão a carteira de recebíveis. Esses ativos, usualmente representados por fluxos de

⁴ ROQUE, Pamela Gabrielle Romeu Gomes. **Securitização de Créditos Vencidos e Pendentes de Pagamento e Risco Judicial**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2014. p.17-20.

⁵ LEITE, Cristiano da Cruz. **O Papel do Advogado na Estruturação de Fundos de Recebíveis**. p.53. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007.

⁶ MATTES, Mauro; LIMA NETO, Lucas. **Securitização de Ativos: Histórico e Estatísticas**. p.15. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007.

caixa futuros derivados de relações creditícias previamente firmadas, constituem o lastro da operação de securitização e fundamentam juridicamente a emissão de valores mobiliários pelo veículo estruturado.

Ressalte-se que essa etapa preliminar, de natureza eminentemente técnica, exige a atuação de profissionais especializados, notadamente no campo jurídico, os quais são responsáveis pela análise minuciosa da documentação comprobatória da existência, validade e titularidade dos créditos cedidos. Trata-se de um processo de verificação estruturada — ou *due diligence* — cujo objetivo é garantir a higidez jurídica da carteira a ser securitizada, conferindo segurança e transparência à operação como um todo.

Uma vez concluída a etapa de identificação e formalização da carteira de recebíveis, os direitos creditórios são, então, objeto de cessão para uma entidade estruturada com o propósito específico de emitir os valores mobiliários vinculados à operação. Tal entidade, denominada aqui como "entidade emissora", constitui o núcleo instrumental por meio do qual os ativos serão transformados em instrumentos negociáveis no mercado. Conforme assinalado por Lima Neto⁷, essa etapa representa a segunda fase do processo de securitização.

Segundo o autor, no modelo norte-americano, é comum que a empresa originadora promova a constituição de uma *special purpose vehicle* — doravante referida como Sociedade de Propósito Específico (SPE) — geralmente estruturada sob a forma de uma subsidiária integral da própria originadora. Esta SPE é incumbida da emissão dos títulos vinculados aos direitos creditórios, atuando como uma entidade juridicamente separada, cuja principal função é isolar os riscos da operação e conferir maior segurança jurídica aos investidores.

No contexto brasileiro, todavia, o desenvolvimento das operações de securitização percorreu um caminho distinto. A estrutura predominante adotada no mercado nacional se dá por meio dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), os quais se consolidaram como os veículos emissores por excelência. Dessa forma, essa estrutura se organiza conforme o “estabelecido em um regulamento, constituído especialmente para determinar quais tipos de ativos serão adquiridos, como serão comprados e a que preço, além de normatizar o funcionamento da estrutura e o dos seus participantes”⁸. Assim, O funcionamento desses fundos, bem como sua constituição e governança, obedece a regras

⁷ Ibidem, p.15

⁸ Ibidem, p.15-16

específicas definidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e será objeto de análise detalhada nas seções subsequentes.

Superada essa fase estrutural, a operação avança para a etapa de documentação e preparação da oferta pública. Nesse momento, é elaborado o conjunto documental necessário ao protocolo junto à CVM, incluindo o regulamento do fundo, o prospecto da oferta e os demais instrumentos jurídicos pertinentes. Simultaneamente, é desenvolvido o material promocional de apoio e iniciada a fase conhecida como *road-show*, composta por uma série de encontros entre os representantes da empresa originadora, o estruturador da operação e potenciais investidores. Nessas sessões, são apresentados os detalhes da estrutura jurídica e econômica da operação, com vistas a fomentar o interesse do mercado e viabilizar a subscrição dos valores mobiliários ofertados.

Sobre o processo de securitização e sua dinâmica de apresentação ao mercado, Pires destaca que:

Pelo processo de securitização, a sociedade que possui um ativo a ser securitizado – sociedade originadora dos recebíveis – e que necessita antecipar a receita futura proveniente deste ativo – cede-os a uma sociedade de propósito específico ou fundo criado exclusivamente para esta finalidade, sem que tal sociedade tenha em princípio qualquer passivo que não o valor devido à originadora. Nesse caso, essa sociedade de propósito específico emitirá títulos/valores mobiliários, os quais serão garantidos por ativos segregados do patrimônio da empresa originadora, e que serão vendidos para investidores no âmbito do mercado de capitais. Com o recurso desses investidores, despendidos para a aquisição de tais valores mobiliários, a sociedade de propósito específico, o fundo ou *trust* pagará à originadora, como contraprestação da cessão de créditos, sendo o valor recebido por esta deduzido de um desconto em relação ao valor o tal dos recebíveis objeto da securitização, uma vez que esses recebíveis têm vencimento futuro⁹.

Nesse contexto, o processo de securitização, conforme descrito por Pires, será dividido em diversas etapas fundamentais, as quais abordaremos separadamente para uma compreensão mais detalhada da operação. São elas: (i) a iniciativa da empresa originadora para estruturar a operação e selecionar os recebíveis a serem cedidos à entidade emissora; (ii) a cessão dos recebíveis à entidade emissora; (iii) as razões subjacentes à criação da entidade emissora; (iv) a aquisição dos direitos creditórios pela entidade emissora; e (v) a questão do deságio. Além disso, no contexto da securitização, abordaremos alguns conceitos relevantes, particularmente

⁹ PIRES, Daniela Marin. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.26.

no que diz respeito aos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) não performados.

No que tange à cessão dos direitos creditórios para a entidade emissora, Pires se refere à entidade emissores como a "sociedade de propósito específico ou fundo", entidade que adquire os direitos creditórios destacados do balanço da originadora. Segundo a autora, "A sociedade de propósito específico (SPE) poderá ser constituída na forma de uma sociedade ou de um fundo, mas, em todos os casos, com o único propósito de adquirir os recebíveis da sociedade originadora e emitir títulos lastreados nos referidos recebíveis."¹⁰

Importante destacar que, embora existam outros veículos pelos quais os direitos creditórios possam ser cedidos para a posterior emissão de valores mobiliários, neste trabalho, optamos por concentrar a análise na estrutura via fundo de investimento. No contexto internacional, como nos Estados Unidos, o *trust* também é utilizado para esse tipo de operação, mas, no ordenamento jurídico brasileiro, tal figura não é reconhecida¹¹.

Outro ponto relevante na análise do processo de securitização descrito por Pires é a criação da SPE ou fundo de investimento com o propósito exclusivo de estruturar a operação, sem a existência de passivos além do valor devido à originadora pela aquisição dos direitos creditórios. Essa característica é justificável pela natureza da securitização, que proporciona diversas vantagens de ordem econômica, jurídica, contábil e tributária. Essas vantagens foram amplamente discutidas por Almeida na obra "A Securitização de Recebíveis como Alternativa ao Racionamento de Crédito"¹²

Pires observa que, no Brasil, as estruturas de securitização adotadas compartilham características similares. Tanto as SPEs quanto os fundos de investimento permitem a possibilidade de financiamento *off balance*, oferecem mecanismos de reforço de crédito e apresentam neutralidade tributária. A expressão *off balance* faz referência ao fato de que a operação não integra o balanço da empresa originadora como dívida, o que impede que essa operação seja classificada como um passivo de acordo com as normas contábeis aplicáveis¹³.

¹⁰ Ibidem, p.32

¹¹ Ibidem, p.34

¹² ALMEIDA, Marcelo Pacheco. A Securitização de Recebíveis como Alternativa ao Racionamento de Crédito: uma análise do fundo de investimento em direitos creditórios. 2005. 98 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

¹³ Sobre a característica de ser *off balance*, verificar: AYOTTE, Kenneth; GAON, Stav. **Asset-Backed Securities: Costs and Benefits of Bankruptcy Remoteness**. Texas Finance Festival, out. 2005. p.4-5.

Para Schwarcz¹⁴, um dos maiores benefícios indiretos da securitização é a possibilidade de captação de recursos de forma *off balance*, visto que, contábil e legalmente, a operação é considerada uma venda de ativos e não um financiamento. Como resultado, a operação não é registrada como um passivo no balanço da originadora, o que evita o aumento do índice de endividamento ou *leverage ratio* nas demonstrações financeiras da empresa.

Essa condição de *off balance* decorre da caracterização das operações de securitização como uma verdadeira venda de ativos, o que, em termos técnicos, é conhecido como *true sale*. Ou seja, ao contrário de uma operação de financiamento, onde os ativos permanecem sob a titularidade da originadora, na securitização, os direitos creditórios são efetivamente vendidos à entidade emissora, promovendo a dissociação contábil e financeira dos ativos da empresa originadora.

Conforme Netto e Jabur¹⁵, o conceito de *true sale* descreve uma cessão de créditos de forma final e definitiva. Como consequência dessa venda definitiva de ativos, os investidores adquirentes dos direitos creditórios securitizados ficam protegidos do risco de falência da originadora. Esse ponto é de particular importância, pois evidencia os efeitos da *true sale* no que se refere à transferência de propriedade dos ativos securitizados, afastando-os, assim, da massa falida da originadora.

De acordo com Mattes e Lima Neto, nos Estados Unidos, cabe ao juiz da falência determinar se a cessão de créditos configura ou não uma *true sale*. Essa decisão, conforme os autores, contém um relevante grau de subjetividade. Em contraste, no Brasil, embora exista a possibilidade de questionamentos sobre a cessão de crédito, a desconsideração dessa operação só ocorre em situações previstas expressamente pela legislação¹⁶.

Em relação à proteção conferida pela *true sale* no caso de falência da originadora, Pires observa que:

Tanto no FIDC, o qual representa uma espécie de securitização, quanto a securitização mediante a cessão dos ativos a uma sociedade de propósito específico, os investidores que adquirem as cotas do FIDC e/ou os títulos emitidos pela sociedade securitizadora – sociedade de propósito específico – ficam protegidos contra a falência da

¹⁴ Conforme: SCHWARCZ, Stevens L. The Alchemy of Asset Securitization. Stanford Journal of Law, Business & Finance. v.1:133. p.142-143.

¹⁵ Conforme: NETTO, J.B.S; JABUR, R.P. Securitização, Cessão de Créditos e *true sale*. Gazeta Mercantil de 14/04/2004. apud MATTES, Mauro; LIMA NETO, Lucas. Securitização de Ativos: Histórico e Estatísticas. p.16. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007.

¹⁶ MATTES, Mauro; LIMA NETO, Lucas. **Securitização de Ativos: Histórico e Estatísticas**. p.16. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). **Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira**. Porto Alegre: Zouk, 2007.

cedente/originadora dos direitos de crédito, na medida em que a cessão ao fundo e/ou à SPE, conforme o caso, geralmente é realizado sem direito de regresso, ou seja, é uma cessão *true sale*, salvo quando houver qualquer mecanismo de garantia, coobrigação da cedente, e/ou qualquer mecanismo de mitigação de risco de crédito dos direitos creditórios oferecidos pela cedente/originadora dos direitos de crédito, o que seria interpretado como uma venda definitiva. Por conseguinte, os investidores ficam sujeitos apenas ao risco do ativo consubstanciado nos recebíveis cedidos ao fundo ou à sociedade de propósito específico, conforme o caso¹⁷.

Esse mecanismo é reconhecido pelo ordenamento jurídico brasileiro no artigo 136, §1º, da Lei nº 11.101/2005, que regula a recuperação judicial e a falência das sociedades empresárias. Em relação a esse ponto, Pires conclui que a securitização, ao se estruturar como uma venda definitiva de ativos, assegura que os recebíveis transferidos à entidade emissora não se integrem à massa falida da originadora, destacando que:

Referido parágrafo determina que a cessão dos direitos de crédito objeto de uma securitização não será considerada ineficaz, caso a ação revocatória visando revogar os atos praticados com a intenção de prejudicar credores da empresa falida seja considerada procedente¹⁸.

Outro ponto relevante no processo de securitização abordado por Pires é a aquisição dos direitos creditórios pela SPE ou pelo fundo de investimento criado especificamente para essa finalidade. Embora o tema seja detalhadamente discutido quando abordarmos os FIDCs, é importante destacar, em termos gerais, que os investidores aportam recursos no fundo por meio da aquisição de cotas representativas do patrimônio do fundo, o qual é composto pelos recebíveis adquiridos da empresa originadora, a título oneroso, por meio de contrato de cessão¹⁹.

É justamente neste momento de pagamento ao fundo, como contraprestação pela cessão dos créditos, que se configura a antecipação do fluxo de recebíveis, proporcionando à originadora o capital necessário para suas operações. Nesse contexto, é fundamental abordar o último aspecto do processo de securitização mencionado por Pires: o deságio.

O deságio é a diferença entre o valor de face do recebível, ou seja, o valor que a empresa originadora teria direito a receber no vencimento do título, e o valor efetivamente pago ao fundo como contraprestação pela cessão desse direito. Importante notar que esse desconto não se limita a uma simples atualização do valor da dívida para o valor presente, mas sim constitui a

¹⁷ PIRES, Daniela Marin. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p. 28.

¹⁸ Ibidem, p.28

¹⁹ LEITE, Cristiano da Cruz. O Papel do Advogado na Estruturação de Fundos de Recebíveis. p.53. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira. Porto Alegre: Zouk, 2007.

remuneração devida aos investidores pelo risco assumido na operação. Nesse contexto, o deságio pode ser considerada uma condição essencial para a viabilidade da securitização, pois é ele que permite a operação do mercado de ativos securitizados²⁰.

Schwarcz²¹ argumenta que, sob uma perspectiva contábil, a securitização pode ser vista como uma substituição de ativos: o recebível é trocado por dinheiro. No entanto, ele observa que, embora essa troca possa parecer, à primeira vista, uma mera mudança de classificação de ativo, o deságio impacta diretamente a relação de equilíbrio entre a quantidade de ativos antes e após a securitização, refletindo uma alteração significativa na estrutura financeira da empresa originadora.

1.2 Modelo de Securitização Aplicado aos Créditos Inadimplidos

Utilizando o processo estabelecido por Pires²² e mencionado no tópico 2.1, é possível aplicar os mesmos marcos estruturais para compreender a securitização dos créditos inadimplidos, também conhecidos no mercado como *non-performing loans* (NPLs). A securitização desse tipo de ativo representa uma vertente mais complexa e arriscada do modelo tradicional, exigindo mecanismos adicionais de estruturação, precificação e mitigação de risco. No entanto, seu uso tem se intensificado no Brasil, notadamente por meio dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) Não Padronizados, dada sua flexibilidade operacional e adaptabilidade regulatória.

(i) Iniciativa da empresa originadora e seleção dos recebíveis

No contexto dos créditos inadimplidos, a primeira etapa do processo de securitização continua sendo a iniciativa da empresa originadora, que visa alienar parte de sua carteira vencida para obter liquidez imediata e otimizar seu balanço patrimonial. Em geral, essas empresas acumulam valores expressivos em créditos vencidos e não pagos, cuja cobrança direta se mostra ineficiente ou onerosa. Nesse cenário, os FIDCs surgem como veículos especializados na aquisição desses ativos com elevado grau de inadimplência, desde que sejam observados critérios rigorosos de elegibilidade e classificação.

²⁰ GAGGINI, Fernando Schwarz. Securitização de Recebíveis. 1. ed. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2003. p.30.

²¹ SCHWARCZ, Stevens L. The Alchemy of Asset Securitization. Stanford Journal of Law, Business & Finance. v.1:133. p.146.

²² PIRES, Daniela Marin. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.26.

A seleção dos recebíveis, nessa hipótese, é mais criteriosa do que na securitização de créditos performados. Aspectos como o tempo de inadimplemento, a existência de garantias (reais ou fidejussórias), o histórico de cobrança, a natureza jurídica do devedor (pessoa física ou jurídica), entre outros, são decisivos para a composição da carteira a ser securitizada. Ademais, é comum que os FIDCs adquirentes se especializem em determinados segmentos de crédito, como financiamento ao consumo, crédito educacional, ou operações com *factoring*, o que influencia diretamente o perfil de risco da carteira.

(ii) Cessão dos recebíveis à entidade emissora

A cessão dos créditos inadimplidos à entidade emissora, no caso o FIDC, opera-se nos termos da legislação civil (arts. 286 e seguintes do Código Civil) e deve observar as exigências da Resolução CVM nº 175/2022, especialmente quanto à formalização da cessão e à manutenção da rastreabilidade dos ativos. Dado que se trata de créditos já inadimplidos, há uma natural desvalorização do ativo no momento da cessão, o que impacta diretamente na estrutura financeira da operação²³.

Importa destacar que, mesmo inadimplidos, tais créditos mantêm sua exequibilidade jurídica, desde que não prescritos ou fulminados por vícios legais. Em razão disso, os FIDCs estruturados para aquisição desses ativos contam com gestores e assessorias especializadas em cobrança e recuperação judicial ou extrajudicial, compondo o núcleo operacional da entidade emissora.

(iii) As razões da criação da entidade emissora

A utilização do FIDC como entidade emissora de títulos garantidos por créditos inadimplidos atende aos princípios fundamentais da securitização: segregação patrimonial, mitigação de risco e estruturação jurídica independente. Como destaca Pires²⁴, o fundo não assume passivos além daqueles inerentes à operação, o que preserva sua função de veículo neutro e transparente para a emissão de cotas a investidores.

No caso específico dos créditos inadimplidos, o FIDC atua não apenas como mecanismo de captação de recursos para a originadora, mas também como uma estrutura de recuperação

²³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 28 dez. 2022.

²⁴ PIRES, Daniela Marin. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Coleção Insper. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p. 28.

ativa de ativos depreciados. Sua criação é justificada, portanto, tanto sob o ponto de vista econômico (maximização da recuperação de crédito) quanto jurídico (organização institucional da cobrança e proteção aos cotistas).

(iv) Aquisição dos direitos creditórios pela entidade emissora

A aquisição dos créditos inadimplidos pelo FIDC dá-se por meio da integralização de cotas pelos investidores, cujos recursos são utilizados para a compra dos ativos da empresa originadora²⁵. Como esses ativos já não produzem fluxo de caixa regular, a precificação da carteira depende de critérios de avaliação mais conservadores, incluindo análises de *recovery rate*²⁶, custo estimado de cobrança e grau de litigiosidade envolvido.

Em geral, o FIDC de NPLs estabelece regras próprias para a governança da recuperação desses créditos, prevendo, inclusive, a possibilidade de contratação de *servicers* ou empresas especializadas em cobrança, além de mecanismos de remuneração atrelados ao desempenho efetivo da carteira (modelo *success fee*).

O modelo de *success fee* consiste em remunerar os *servicers* com base no desempenho efetivo da recuperação dos créditos inadimplidos. Nesse arranjo, o prestador de serviços de cobrança recebe uma porcentagem dos valores efetivamente recuperados, alinhando seus interesses aos dos investidores do fundo. Tal estrutura incentiva a maximização dos esforços de recuperação e a eficiência na gestão da carteira inadimplida, sendo uma prática comum em operações de FIDCs que lidam com NPLs.

(v) O deságio

O deságio é um elemento central na securitização de créditos inadimplidos. Como os recebíveis já se encontram vencidos e não pagos, o valor de mercado da carteira é significativamente inferior ao seu valor nominal. Assim, a aquisição pelo FIDC se dá mediante um desconto considerável, refletindo tanto o risco de irrecuperabilidade quanto os custos e prazos da eventual recuperação.

Esse deságio, embora represente uma perda contábil para a originadora, é compensado pela liquidez imediata obtida com a cessão dos ativos. Do ponto de vista dos investidores do

²⁵ LEITE, Cristiano da Cruz. O Papel do Advogado na Estruturação de Fundos de Recebíveis. p.53. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira. Porto Alegre: Zouk, 2007.

²⁶ CARLEO, Alessandra; ROCCI, Roberto; STAFFA, Maria Sole. *Measuring the recovery performance of a portfolio of NPLs*. Computation, Basel, v. 11, n. 2, p. 2-5, 2023.

FIDC, o deságio cria uma margem potencial de ganho caso a recuperação dos créditos supere as expectativas conservadoras embutidas na estrutura da operação.

Essa estrutura revela a complexidade adicional que permeia a securitização de créditos inadimplidos, em comparação com os direitos creditórios performados, tendo em vista que o desafio da securitização não reside apenas na alienação formal dos ativos, mas na organização de um arcabouço jurídico-financeiro capaz de isolar riscos, preservar a rastreabilidade dos créditos e permitir a mensuração objetiva de expectativas de retorno mesmo diante da incerteza estrutural do inadimplemento.

Nesse sentido, é possível afirmar que os FIDCs especializados em NPLs não operam meramente como instrumentos de captação de recursos, mas sim como plataformas de reestruturação de valor. Ao absorver uma carteira degradada sob o ponto de vista contábil, esses fundos organizam a cobrança ativa, implementam modelos de segmentação dos devedores conforme a probabilidade de recuperação e conduzem ações judiciais ou renegociações extrajudiciais com foco na eficiência do retorno financeiro.

Outro aspecto relevante, já parcialmente evidenciado, é o papel da diligência prévia (*due diligence*) realizada antes da aquisição dos ativos. Nos FIDCs de créditos inadimplidos, essa etapa adquire contornos ainda mais rigorosos, pois envolve a verificação da cadeia documental dos créditos, o exame de prescrições, protestos, histórico de cessões anteriores, bem como possíveis contestações judiciais envolvendo os devedores. O resultado desse processo influencia diretamente o deságio aplicável, o modelo de precificação e as projeções de fluxo de recuperação²⁷.

Além disso, a atuação do FIDC após a aquisição dos NPLs também exige uma governança operacional voltada ao acompanhamento constante dos indicadores de performance da carteira. Com frequência, os fundos estabelecem métricas internas de eficiência, tais como taxa de recuperação mensal, percentual de acordos bem-sucedidos, custo médio de cobrança e tempo médio até a recuperação. Tais elementos, muitas vezes, são refletidos nos relatórios mensais aos cotistas e influenciam decisões de rebalanceamento da carteira ou realocação de recursos entre *servicers*²⁸.

²⁷MATTES, Mauro; LIMA NETO, Lucas. **Securitização de Ativos: Histórico e Estatísticas**. p.15. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). *Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira*.

²⁸SOUZA, Flávio Clésio Silva de. **Inteligência computacional aplicada na análise e recuperação de portfólios de créditos do tipo non-performing loans**. 2015. 169 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Universidade Nove de Julho, São Paulo, 2015.

Vale notar que, ainda que o retorno financeiro dependa diretamente da performance na recuperação, o arcabouço regulatório oferece relativa liberdade para o gestor estruturar estratégias adaptadas à natureza específica da carteira adquirida. É justamente essa flexibilidade que torna a securitização de NPLs viável, apesar de seu risco intrínseco mais elevado.

Por fim, a existência de um ecossistema de agentes especializados — como consultorias de cobrança, escritórios jurídicos, empresas de análise de crédito e gestores com experiência em *distressed assets* — é fundamental para o funcionamento eficiente dos FIDCs de créditos inadimplidos. A atuação coordenada desses agentes permite que o fundo não apenas compre ativos com desconto, mas implemente, ao longo do tempo, uma política ativa de revalorização da carteira, de modo a maximizar o retorno para os cotistas dentro dos limites legais e operacionais estabelecidos.

2. MERCADO DE CRÉDITO NO BRASILEIRO E O CUSTO DO CRÉDITO NO BRASIL

A recessão econômica e a deterioração macroeconômica verificadas a partir de 2015 colocaram em evidência o elevado custo fiscal e os desequilíbrios associados ao crédito direcionado, destacando o papel controverso dos bancos públicos na economia. A expansão excessiva do crédito subsidiado nos anos anteriores não apenas comprometeu a capacidade de financiamento dos gastos públicos federais, como também intensificou a segmentação do mercado de crédito, distorcendo preços e reduzindo a eficácia da política monetária, dado que grande parte desse mercado permanecia isolada das variações na taxa Selic.

A transição do financiamento de longo prazo do BNDES, anteriormente lastreado por fundos constitucionais e pelo Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), da TJLP para a TLP²⁹, representou uma correção significativa, aproximando a remuneração do efetivo custo de capital para o setor público. A manutenção da demanda por operações indiretas do BNDES, mesmo após a alteração da taxa, evidencia a atratividade e a resiliência dessas linhas de crédito, particularmente para pequenas e médias empresas, que continuam a se beneficiar de acesso a financiamento competitivo, mesmo sem subsídios. Paralelamente, observou-se uma mudança

²⁹ A distinção central entre essas duas taxas reside, sobretudo, na forma como cada uma incorpora expectativas e dados econômicos em seu cálculo. A TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) era construída com base na projeção da inflação para os doze meses subsequentes, o que introduzia um grau significativo de incerteza e permitia certa discricionariedade na metodologia empregada. Por sua vez, a TLP (Taxa de Longo Prazo) se ancora na inflação observada no período corrente, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), adicionando a ela a taxa de juros de cinco anos da NTN-B (Nota do Tesouro Nacional Série B, instrumento de remuneração pré-fixada semestral e corrigida pela inflação).

no perfil do crédito direcionado, com diminuição da predominância do BNDES e ampliação do papel dos fundos constitucionais e do crédito rural.

Apesar da relevância dessas medidas, seus efeitos sobre o mercado de crédito ainda demandam tempo para se concretizarem plenamente, sobretudo em um contexto de incerteza econômica e desempenho insatisfatório de indicadores-chave. Em 2019, o Brasil ocupava a 77ª posição no ranking de resolução de insolvência do relatório *Doing Business*, elaborado pelo Banco Mundial, com taxa média de recuperação de apenas 14,6 centavos por unidade monetária após quatro anos. O país também registrava dificuldades significativas na obtenção de crédito, ocupando a 104ª posição, e apresentava baixa eficiência na execução de contratos, figurando na 58ª posição do ranking³⁰.

Desde 2007, observa-se a ausência de uma tendência contínua de melhoria nos indicadores de resolução de insolvência, execução de contratos e obtenção de crédito, sendo que iniciativas isoladas, como a tentativa de implantação do cadastro positivo desde 2011, a implementação de sistemas eletrônicos de petições a partir de 2013 e a aprovação da Lei de Mediação (Lei nº 13.140/2015), não constituíram esforços sistemáticos de aprimoramento do mercado.

Diante desse panorama, desde 2016, o Brasil vem implementando uma série de medidas estruturais voltadas à expansão e à diversificação do mercado de crédito, com vistas a torná-lo mais eficiente e menos concentrado. Entre as iniciativas mais relevantes, destacam-se a redução do volume de crédito público subsidiado e a substituição da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) pela Taxa de Longo Prazo (TLP), conforme mencionado anteriormente, bem como a introdução do cadastro positivo de crédito, permitindo a diferenciação de tomadores com base em seu histórico de adimplência. Outras inovações importantes incluem a criação da duplicata eletrônica e do sistema de open banking, possibilitando o compartilhamento seguro de informações bancárias entre instituições financeiras, e a implementação do Pix, solução de pagamentos instantâneos que rapidamente se consolidou como ferramenta de ampla adoção na sociedade brasileira.

Essas reformas complementam avanços anteriores, tais como a expansão do crédito consignado, a melhoria nos mecanismos de alienação fiduciária e a modernização da Lei de

³⁰ BANCO MUNDIAL. *Resolução de insolvência*. Doing Business 2019.

Falências, os quais contribuíram para o fortalecimento das garantias legais e para a maior segurança jurídica das operações de crédito.

A aprovação, em 2021, da autonomia do Banco Central do Brasil (BACEN) também representa um marco institucional relevante, especialmente no contexto de pressões inflacionárias e de divergências nas expectativas macroeconômicas. A independência da autoridade monetária garante que suas decisões sejam tomadas de maneira isonômica e tecnicamente fundamentada, minimizando riscos de interferência política e promovendo maior estabilidade financeira.

Visando melhorar ainda mais o cenário atual do mercado de crédito, o governo brasileiro adotou novas reformas, incluindo a atualização da Lei de Falências em 2020 (Lei nº 14.112/2020)³¹ e medidas complementares para facilitar o acesso ao crédito e a execução de contratos. Entre essas medidas, destacam-se a modernização do cadastro positivo, o aprimoramento do sistema eletrônico de registros públicos, a melhoria das garantias rurais, a criação da nota comercial, bem como o desenvolvimento de novos marcos legais de garantias e securitização. Tais iniciativas têm potencial para mitigar a insuficiência das garantias legais e reduzir custos de transação no mercado de crédito.

Entretanto, a melhoria do mercado de crédito deve ir além da regulação e dos instrumentos contratuais, abrangendo também instituições que influenciam diretamente os custos de transação. Varas especializadas, com competência territorial ampliada, e capacitação contínua de magistrados e servidores do Judiciário são fundamentais para reduzir a insegurança jurídica na execução de contratos e na resolução de insolvências. Da mesma forma, as Instituições Gestoras de Garantias (IGGs) desempenham papel crucial ao facilitar a utilização de garantias, historicamente subutilizadas devido a entraves legais e jurisprudenciais.

Portanto, a expansão do mercado de crédito brasileiro exige intervenções estruturais que reduzam as falhas do sistema, promovendo a diversificação das fontes de financiamento, o aprimoramento das garantias, a melhoria do ambiente regulatório e a redução das incertezas jurídicas, de modo a ampliar a competitividade e a produtividade das empresas nacionais.

Demonstrando a incipiência e a seletividade do mercado de crédito no Brasil, torna-se relevante discutir o custo do crédito no país e os efeitos que esse custo exerce sobre o mercado

³¹ BRASIL. Lei nº 14.112, de 24 de dezembro de 2020. Altera as Leis nºs 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, 10.522, de 19 de julho de 2002, e 8.929, de 22 de agosto de 1994, para atualizar a legislação sobre falências e recuperação judicial. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 24 dez. 2020.

como um todo. Historicamente, observa-se que o custo do crédito no país apresenta níveis elevados, um fenômeno que se manifesta tanto no segmento de pessoa física quanto no de pessoa jurídica. Esta característica decorre, em grande medida, da predominância histórica do crédito bancário em relação a outras modalidades de financiamento, sendo possível identificar dois elementos centrais que explicam esse alto custo de capital: primeiro, a própria taxa de juros real brasileira, que, em diversos momentos históricos, conferiu ao país a posição de líder mundial em taxas de juros reais; segundo, os *spreads* aplicados pelos bancos ao conceder crédito. Tal constatação nos leva a refletir sobre os fatores que sustentam as elevadas taxas de juros reais e os *spreads* bancários historicamente praticados.

O Banco Central do Brasil (BACEN) possui como missão precípua assegurar a estabilidade de preços, cumprindo a meta de inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN, atualmente composto pelo Presidente do BACEN, pelo Ministro da Fazenda e pela Ministra do Planejamento e Orçamento). Dentro desse escopo, a taxa Selic, derivada do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (onde são custodiados os títulos públicos federais), representa o principal instrumento de política monetária. Esta taxa, definida pelo Comitê de Política Monetária a cada 45 dias, atua na transmissão da política monetária, influenciando as taxas de juros do mercado e, conseqüentemente, a demanda agregada. Em cenários em que a pressão inflacionária decorre predominantemente de choques de oferta, a eficácia da política monetária se reduz; ainda assim, trata-se do único mecanismo pelo qual o BACEN pode atuar para alcançar suas metas. Por essa razão, críticas frequentemente se dirigem à prática de elevar a Selic diante de pressões inflacionárias originadas por custos.

No que se refere às taxas de juros reais, Amaral, Paula e Silva observam, por meio de modelagem macroeconômica, que o Banco Central tem adotado políticas monetárias restritivas com o intuito de conter a inflação, evidenciando

[...] uma ‘preocupação excessiva’ com a taxa de inflação, haja vista que utiliza a taxa de juros básica como instrumento para debelar pressões inflacionárias originadas, fundamentalmente, por pressões de custo [...]. A estimação da ‘função de reação’ do Banco Central, ao estabelecer esse padrão de comportamento para a autoridade monetária, aponta para a existência de um elevado grau de aversão a inflação, o que aumenta a taxa de juros requerida para a convergência da inflação a meta de longo prazo.³²

As restrições ao crédito contribuem para a perpetuação da heterogeneidade produtiva na economia, concentrando capital em firmas com maior patrimônio, cujos projetos nem sempre

³² AMARAL, R. Q.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SILVA, G. J. C. Por que as taxas de juros são tão elevadas no Brasil? Uma avaliação empírica. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 32, n. 4, 2012, p. 563.

são os mais eficientes ou socialmente desejáveis, e elevando o custo de investimento para empresas menores. Essa alocação ineficiente de capital e talento reduz a produtividade total dos fatores (PTF), prejudicando a competitividade econômica.

Diante disso, a limitação de crédito afeta tanto as firmas quanto os indivíduos: empresas sem garantias adequadas não conseguem acessar financiamento para investir em tecnologias mais produtivas ou expandir capital, enquanto indivíduos com elevada capacidade gerencial, mas poucos ativos, são impedidos de se tornar empreendedores.

No Brasil, essas restrições derivam, em grande medida, das imperfeições do mercado financeiro e da elevada assimetria de informação entre credores e tomadores de empréstimos, refletindo-se em dificuldades na execução contratual, custos elevados de capital e maiores custos de transação. De acordo com De Negri, aproximadamente 40% das empresas brasileiras não acessam qualquer modalidade de financiamento bancário, refletindo um mercado de crédito ainda restrito e concentrado³³. Como é possível observar na tabela abaixo, comparativamente, a economias da OCDE, Chile e Portugal, o crédito doméstico brasileiro apresenta *spreads* superiores a doze vezes os observados nesses países e níveis de endividamento do setor privado cerca de 50% menores. Além disso, a concentração bancária e a baixa taxa de recuperação de crédito evidenciam fragilidades estruturais importantes no sistema financeiro nacional.³⁴

³³ DE NEGRI, J. et al. Financiamento do desenvolvimento no Brasil. In: DE NEGRI, J.; ARAÚJO, B.; BACELETTE, R. (Org.). Desafios da nação: artigos de apoio. 1. ed. Brasília: Ipea, 2018. v. 1, p. 563-601.

³⁴BANCO MUNDIAL. *Resolução de insolvência*. Doing Business 2019.

Variáveis de interesse (2019)

	Brasil	OCDE	Chile	Portugal
<i>Spread</i> de crédito (p.p./a.a.)	32,04	2,61	1,48	-
Crédito doméstico ao setor privado (% do PIB)	62,8	95,5	124,2	90,3
Dívida corporativa (% do PIB)	48,2	102,7	110,2	96,8
Endividamento dos domicílios (% do PIB)	32,9	63,9	47,7	63,6
Adultos com conta bancária (por 1 mil)	663	1.236	-	-
Concentração bancária	73,2	67,6	50,3	66,9
Resolução de insolvência	48,5	75,1	59,9	80,0
Taxa de recuperação	14,6	71,1	41,6	64,5
Tempo	4	1,67	2	3
Custo	12	8,81	14,5	9
Obtenção de crédito	50	63,97	55	45
Execução de contratos	65,4	67,9	66,5	67,9
Reservas bancárias líquidas/ativo total (%)	26,1	13,3	11	-
Território (1.000 km ²)	8.515,8	991,7	756,7	92,2
População (1 milhão)	211	32,3	19,0	10,3
PNB <i>per capita</i> (PPP – US\$ 1.000)	14,89	48,00	24,37	35,23
Inflação ao consumidor	3,73	1,62	2,56	0,34
Desenvolvimento das instituições financeiras	0,646	0,693	0,623	0,706
Aprofundamento das instituições financeiras	0,496	0,625	0,682	0,442
Acesso às instituições financeiras	0,667	0,609	0,367	0,889
Eficiência das instituições financeiras	0,561	0,622	0,659	0,513

Fontes: World Bank e IMF.

35

Diante disso, conclui-se que o custo do crédito no Brasil é extremamente elevado, como demonstrado pelo *spread* médio de 32,04 pontos percentuais ao ano em 2019, em contraste com uma média de 2,61 pontos percentuais nos países da OCDE. Conforme evidenciado no Relatório de Economia Bancária de 2023, publicado pelo Banco Central do Brasil (BACEN), os principais fatores que explicam a elevação dos *spreads* no país incluem inadimplência, custos administrativos, tributos e contribuições ao Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Estes elementos representam uma parcela significativa do *spread*, refletindo, de um lado, a limitada proteção legal conferida aos credores e, de outro, a relativa ineficiência operacional das instituições financeiras. Ademais, a margem financeira dos bancos, fortemente impactada pela concentração do setor e pela segmentação do mercado, exerce papel adicional no encarecimento do crédito, consolidando o contexto de custos elevados enfrentado pelos tomadores. A tabela

³⁵ O último estudo específico sobre resolução de insolvência conduzido pelo Banco Mundial, no âmbito do relatório *Doing Business*, refere-se ao ano de 2019. Por inexistirem dados mais recentes, optou-se por utilizar as informações desse período.

abaixo apresenta detalhadamente esses indicadores, permitindo visualizar a contribuição de cada um deles para a formação do spread no Brasil³⁶.

Discriminação	p.p.			
	2021	2022	2023	Média
1 – Custo de captação	5,15	6,76	7,55	6,49
2 – Inadimplência	2,97	3,67	4,52	3,72
3 – Despesas administrativas	3,31	3,07	3,04	3,14
4 – Tributos e FGC	2,53	2,69	2,60	2,61
5 – Margem financeira do ICC	2,26	2,62	2,52	2,47
ICC médio ajustado (1 + 2 + 3 + 4 + 5)	16,22	18,81	20,23	18,42

Além desses fatores, conforme destacado, a concentração do sistema financeiro também tem contribuído para elevação dos spreads bancários. Em 2016, os cinco maiores bancos do país detinham 85% do volume de crédito bancário, enquanto a média global situava-se em 78%, contrastando com a participação de 50% registrada nos anos 1990³⁷. Apesar do surgimento das fintechs e bancos digitais, capazes de reduzir custos e fomentar competição, a concentração dos grandes bancos permanece expressiva. Como destaca Paula, “os grandes bancos no Brasil têm uma enorme capacidade de adaptação às mudanças nos padrões de competição do setor bancário e no ambiente macroeconômico do país, logrando obter uma rentabilidade sempre elevada. [...] Os grandes bancos brasileiros [...] passam a comprar ou criar suas próprias fintechs”³⁸.

Além da concentração bancária, um elemento de significativa relevância para a manutenção de spreads elevados está relacionado aos elevados índices de inadimplência, combinados com a limitada recuperação de créditos no país, como já apontado anteriormente no relatório financeiro do BACEN. Essas condições obrigam as instituições financeiras a agregar prêmios de risco mais altos às taxas básicas de juros, buscando compensar as perdas potenciais decorrentes do inadimplemento por parte dos tomadores. Nesse contexto, Branco e Paula, por meio de análise econométrica, demonstram que

As instituições financeiras tendem a utilizar a taxa de juros básica da economia como um piso para a concessão de crédito ao público, embutindo sobre ele um prêmio de risco. No caso brasileiro, [...] a possibilidade de combinar alta rentabilidade e baixo risco através da aquisição de títulos públicos indexados à taxa Selic torna esta última

³⁶ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Economia Bancária 2023. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2024.

³⁷ JOAQUIM, G.; DOORNIK, B.; ORNELAS, J. R. H. *Bank competition, cost of credit and economic activity: evidence from Brazil*. Basel: BIS, 2023. (BIS Working Papers, n. 1134), p. 2.

³⁸ PAULA, L. F. *Fintechs, Bancos Digitais e Open Banking e seus efeitos sobre o setor bancário brasileiro*. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2022. (Texto para Discussão, n. 14), p. 12.

concorrente da receita auferida com a atividade principal dos bancos, qual seja, a de intermediação financeira.³⁹

Acrescente-se a isso o fato de que os bancos dispõem da Letra Financeira do Tesouro (LFT), um título público atrelado à Selic, como alternativa segura, líquida e rentável para aplicação de seus recursos. A existência dessa opção reforça a necessidade de spreads mais elevados nas concessões de crédito, justificando, em termos de remuneração do risco, a operação bancária.

Diante de todos os fatores apresentados, a análise do mercado de crédito brasileiro evidencia um percurso marcado por avanços institucionais relevantes, mas ainda permeado por fragilidades estruturais que limitam sua plena eficiência. A crise econômica de 2015 e seus desdobramentos revelaram não apenas os custos fiscais do crédito direcionado, mas também as distorções provocadas pela excessiva atuação dos bancos públicos, que, ao subsidiarem determinados setores, reduziram a eficácia da política monetária e fragmentaram o sistema financeiro. A substituição da TJLP pela TLP constituiu um passo importante para reduzir tais desequilíbrios, aproximando o custo do capital das condições de mercado e fortalecendo a transparência na alocação de recursos, ainda que a demanda por crédito subsidiado, sobretudo para pequenas e médias empresas, tenha permanecido significativa.

As reformas implementadas ao longo da última década – como a introdução do cadastro positivo, a digitalização de duplicatas, o open banking e a consolidação do Pix – representaram marcos importantes na modernização do sistema de crédito, trazendo maior eficiência, redução de custos de transação e incremento da competição. Em paralelo, mudanças regulatórias, como a atualização da Lei de Falências (Lei nº 14.112/2020) e a criação de novos instrumentos de garantias e securitização, visaram mitigar a insegurança jurídica e melhorar a proteção dos credores, fatores historicamente frágeis no ambiente brasileiro. Ainda assim, a comparação com países da OCDE revela que os spreads permanecem demasiadamente elevados e que a intermediação financeira continua altamente concentrada, com efeitos deletérios sobre a alocação de recursos e a produtividade da economia.

A persistência de spreads bancários excessivos decorre da combinação de múltiplos fatores: inadimplência estruturalmente elevada, baixa taxa de recuperação de crédito, custos operacionais, tributos e contribuições ao FGC, além da elevada concentração do setor bancário.

³⁹ BRANCO, R. S.; PAULA, L. F. O impacto da dívida pública sobre o spread bancário: uma avaliação empírica. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 33, n. 63, 2015, p. 130.

Esse conjunto de elementos cria um ambiente em que os tomadores enfrentam custos muito superiores aos padrões internacionais, desestimulando investimentos e limitando a inclusão financeira. Ademais, a própria existência de alternativas seguras e rentáveis para os bancos – como as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), indexadas à Selic – reforça a lógica de spreads mais altos, na medida em que o crédito privado precisa oferecer remuneração superior ao risco em comparação à atratividade dos títulos públicos.

As implicações desse cenário transcendem a esfera financeira, atingindo diretamente a estrutura produtiva nacional. O encarecimento do crédito impõe barreiras à expansão de empresas de pequeno e médio porte, perpetua a heterogeneidade produtiva e inibe a inovação, uma vez que restringe o acesso ao capital para investimentos em novas tecnologias. O resultado é uma alocação ineficiente de recursos, que privilegia grandes grupos econômicos em detrimento de empreendedores emergentes, prejudicando a produtividade total dos fatores e limitando a competitividade internacional do país.

Em conclusão, o mercado de crédito no Brasil encontra-se em processo de amadurecimento, fruto de sucessivas reformas regulatórias e institucionais que, embora tenham gerado avanços significativos, ainda não foram suficientes para corrigir distorções históricas. A consolidação de um sistema de crédito mais inclusivo, competitivo e eficiente dependerá não apenas da continuidade de reformas legislativas e regulatórias, mas também do fortalecimento institucional do Poder Judiciário, da maior eficácia dos mecanismos de garantia e da redução da concentração bancária. Somente com um esforço coordenado entre Estado, setor financeiro e agentes econômicos será possível reduzir os custos do crédito, ampliar o acesso ao financiamento e alinhar o mercado brasileiro aos padrões internacionais de eficiência e solidez.

2.1. Mercado de Crédito Privado

Para empresas que captam recursos via emissão de títulos, o cenário macroeconômico e as expectativas quanto às taxas de juros e ao câmbio são determinantes na definição do volume, prazo e indexador da emissão. Do ponto de vista dos investidores, tais condições afetam diretamente suas decisões de aquisição e o risco associado ao investimento. No que tange aos obstáculos históricos para o desenvolvimento do mercado, Paula e Faria Júnior ressaltam que a oscilação do crescimento real do PIB, característica do modelo de “stop and go” da economia brasileira, influenciou diretamente o ritmo de expansão do crédito. Nesse contexto, os autores destacam que

O ambiente de instabilidade macroeconômica de uma economia em stop and go tem afetado o volume e as condições de emissão primária de títulos de dívida privada no Brasil, ao aumentar o risco de mercado (perda de valor de um título perante a uma elevação na taxa de juros) e o risco de inadimplência na emissão de tais títulos, em particular no caso de títulos corporativos de renda fixa.⁴⁰

O arranjo institucional da economia também desempenha papel relevante na evolução do crédito privado. Diante da escassez histórica de crédito, o poder público buscou incentivar a dívida corporativa privada por meio de reformas regulatórias implementadas ao longo dos anos. Entre 2009 e 2011, Torres e Macahyba destacam que

As medidas adotadas pelo governo tinham por objetivo aumentar a escala e a profundidade do mercado de dívida corporativa no Brasil. Antes de serem adotadas, foram amplamente discutidas com representantes do mercado financeiro e do meio empresarial. A discussão tomou como base uma agenda ampla de itens regulatórios que precisavam ser reformados de modo a eliminar as distorções e desvantagens competitivas que, até então, inibiam o desenvolvimento do mercado.⁴¹

A Instrução CVM nº 476, de 2009, introduziu um modelo simplificado de emissão de títulos privados, reduzindo exigências em relação à Instrução nº 400 de 2003, como capital aberto, registro prévio e prospectos detalhados. Contudo, devido à menor transparência, tais títulos são acessíveis apenas a Investidores Profissionais, detentores de investimentos superiores a R\$10 milhões. Entre 2009 e 2017, as emissões via CVM-476 representaram 87% do volume emitido e 82% do número total de emissões⁴².

A promulgação da Lei nº 12.431, em 2011, consolidou a criação das debêntures incentivadas, destinadas a financiar de forma privada e de longo prazo setores estratégicos para o desenvolvimento nacional. Tais títulos possuem isenção de imposto de renda para pessoas físicas e investidores não residentes, prazo médio ponderado superior a quatro anos, remuneração prefixada ou indexada e destinação obrigatória a projetos de infraestrutura em áreas como saneamento, energia e transporte. Como efeito natural, essas debêntures apresentam custo de captação menor e atraem maior número de investidores, especialmente do varejo. Entre 2012 e 2013, imediatamente após a implementação da lei, observou-se que essas debêntures possuíam valor médio 63% superior ao das convencionais e prazo 187% mais longo. Ademais, ao analisar a natureza desses títulos, Bragança, Pessoa e Souza observam que

[...] essas debêntures apresentam mais liquidez que aquelas não incentivadas, possuindo um percentual de valor negociado/total emitido cinco vezes maior, e 35 vezes mais negociações. Também atraem mais investidores que as não incentivadas,

⁴⁰ PAULA, L. F.; FARIA JÚNIOR, J. A. Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente, p. 114, Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v. 16, n. 1, 2012.

⁴¹ TORRES, E. F.; MACAHYBA, L. Os mercados brasileiro e britânico de títulos corporativos, p. 32, Brasília: Confederação Nacional da Indústria, 2017.

⁴² CARVALHO, A. G.; MARQUES, F. T. A microestrutura do mercado brasileiro de títulos privados, p. 485, Revista Brasileira de Gestão de Negócios, São Paulo, v. 22, 2020.

apresentando um percentual adquirido por investidor estrangeiro 36 vezes maior e um percentual adquirido por pessoa física 43 vezes mais elevado⁴³

A maior liquidez conferida às debêntures incentivadas impulsiona o desenvolvimento do mercado privado de crédito, garantindo aos investidores a segurança de negociar ativos em um mercado organizado após a subscrição. Para fundos de investimento, esta característica é crucial, pois assegura a liquidez necessária para atender resgates de cotistas. Ademais, as debêntures de infraestrutura favoreceram um aumento nas emissões de médio e longo prazo, atenuando a predominância histórica de papéis de curto prazo. Paula e Faria Júnior (2012) detalham que a dificuldade de colocação de títulos de maior duração junto ao público deve-se a fatores estruturais e à preferência persistente pelas LFTs, destacando que

[...] não há complementaridade entre o mercado de dívida pública e o mercado de dívida privada no Brasil, mas sim a existência de uma concorrência entre os eles. De fato, em que pese o elevado desenvolvimento do mercado de títulos públicos, a existência de uma boa parte da dívida pública sob a forma de títulos indexados à Selic (LFTs), herança do período de alta inflação, acaba por inibir e deformar o MTD privada no Brasil, uma vez que a combinação risco-retorno dos títulos públicos é uma das melhores entre os ativos financeiros, por combinar baixo risco, alta liquidez e rentabilidade.⁴⁴

Dessa forma, embora distorções persistam, os benefícios tributários e a liquidez das debêntures incentivadas estimularam o interesse de investidores e ampliaram o volume de emissões de títulos com prazos mais longos, cujo prazo médio ponderado mínimo é de quatro anos. Entre 2009 e 2017, observa-se que

A maioria dos títulos (53% do volume emitido e 46% do número de emissões) tem vencimento entre 5 e 10 anos. Também são comuns vencimentos entre 3 e 5 anos (22% do volume emitido e 20% do número de emissões) ou abaixo de 3 anos (22% do número de emissões, mas apenas 14% do volume emitido)⁴⁵

Diante disso, o percurso histórico do mercado de crédito privado no Brasil demonstra que sua evolução tem estado diretamente condicionada a fatores macroeconômicos, institucionais e regulatórios. A elevada volatilidade da economia, marcada pelo modelo de “stop and go”, sempre funcionou como um desincentivo à emissão de títulos de maior prazo, na medida em que aumentava tanto o risco de inadimplência quanto a probabilidade de perda de valor em decorrência da elevação das taxas de juros. Paralelamente, a estrutura institucional do mercado doméstico, caracterizada pela predominância de títulos públicos altamente líquidos e

⁴³ BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. Evolução recente do mercado de debêntures no Brasil: as debêntures incentivadas, p. 23, Brasília: Ipea, 2015.

⁴⁴ PAULA, L. F.; FARIA JÚNIOR, J. A. Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente, p. 132, Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v. 16, n. 1, 2012.

⁴⁵ CARVALHO, A. G.; MARQUES, F. T. A microestrutura do mercado brasileiro de títulos privados, p. 486, Revista Brasileira de Gestão de Negócios, São Paulo, v. 22, 2020.

atrativos, como as LFTs, criou uma assimetria na competição entre dívida pública e privada, inibindo a formação de um ambiente mais robusto para a consolidação de papéis corporativos.

Não obstante esses entraves, as reformas regulatórias introduzidas a partir de 2009 — notadamente a Instrução CVM nº 476 e, posteriormente, a Lei nº 12.431 — inauguraram um novo ciclo no crédito privado brasileiro. Ao simplificar procedimentos e reduzir custos de emissão, a CVM-476 possibilitou a expansão do mercado em termos quantitativos, ainda que restrita a investidores qualificados. Mais relevante, porém, foi a introdução das debêntures incentivadas, que, ao conjugar vantagens tributárias, liquidez ampliada e prazos mais longos, representaram um verdadeiro marco institucional no desenvolvimento da dívida corporativa nacional. Esses instrumentos não apenas reduziram os custos de captação para empresas, como também atraíram uma base mais diversificada de investidores, incluindo pessoas físicas e estrangeiros, o que fortaleceu a dinâmica do mercado.

A crescente emissão de títulos com prazos mais longos é reflexo direto dessas mudanças, sinalizando maior confiança dos agentes na estabilidade das regras e na capacidade de negociação em mercado secundário. Essa alteração de perfil — do predomínio de papéis de curto prazo para uma maior participação de ativos de médio e longo prazo — é particularmente relevante em uma economia historicamente carente de mecanismos privados de financiamento de longo prazo. A emissão de títulos com vencimentos superiores a cinco anos contribui para alinhar os interesses de emissores e investidores, favorecendo o financiamento de projetos estruturantes, sobretudo em setores de infraestrutura, que demandam prazos de maturação mais extensos.

Em síntese, o mercado de crédito privado brasileiro, embora ainda enfrente limitações derivadas de fatores macroeconômicos e da competição com títulos públicos, apresenta um processo de amadurecimento evidente. A consolidação das debêntures incentivadas, somada ao fortalecimento do marco regulatório, abre caminho para uma maior profundidade e sofisticação do mercado. Se, por um lado, desafios persistem — como a necessidade de ampliar a base de investidores e reduzir as distorções provocadas pelo peso da dívida pública —, por outro, já é possível reconhecer um movimento estrutural em direção a um sistema de crédito privado mais sólido, capaz de desempenhar papel estratégico no financiamento do desenvolvimento econômico de longo prazo no Brasil.

3. TRANSFORMANDO ATIVOS ILÍQUIDOS EM LÍQUIDOS ATRAVÉS DO MERCADO DE CAPITAIS

3.1. Papel da Securitização na Transformação dos Ativos

A transformação de ativos ilíquidos em instrumentos líquidos constitui um dos pilares mais relevantes do funcionamento contemporâneo do mercado de crédito. Esse processo permite que recursos originalmente imobilizados em direitos de difícil negociação ou de longo prazo sejam convertidos em ativos de maior circulação, aptos a fomentar operações de financiamento e investimentos. Entre os mecanismos mais relevantes nesse contexto, destacam-se a securitização e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), que desempenham funções centrais na engenharia financeira moderna.

A securitização, em especial, apresenta-se como um mecanismo de grande importância para a alocação eficiente de capital e para a gestão de riscos. Trata-se de um processo mediante o qual ativos originalmente ilíquidos são convertidos em títulos negociáveis no mercado, ampliando a capacidade das instituições financeiras de diversificar seus portfólios e expandir suas operações de crédito. Ao retirar tais ativos da condição de imobilização e transportá-los para a esfera da circulação financeira, cria-se um instrumento de liquidez que sustenta não apenas a mobilização de capital, mas também a diluição e redistribuição dos riscos inerentes às operações de crédito.

Embora, no formato contemporâneo, a securitização e os instrumentos financeiros que a viabilizam sejam frequentemente apontados como inovações recentes, há indícios de que a prática de converter créditos futuros ou ativos de difícil liquidez em instrumentos negociáveis possui antecedentes históricos mais remotos. Essa perspectiva histórica evidencia que a necessidade de transformar ativos ilíquidos em recursos mobilizáveis não é propriamente nova, mas sim uma constante na evolução do mercado financeiro. Sob a ótica histórica, observa-se que a securitização é um instituto de consolidação relativamente recente. Caminha aponta que suas bases modernas foram lançadas no mercado imobiliário norte-americano na década de 1970, período em que a escassez de capitais disponíveis para o financiamento habitacional impulsionou a busca por mecanismos alternativos ao crédito tradicional. A inovação consistiu justamente em estruturar operações capazes de viabilizar a captação de recursos para atender à crescente demanda por moradia. No caso brasileiro, ainda que experiências pontuais de securitização tenham ocorrido no final dos anos 1980, sobretudo em operações ligadas ao comércio exterior, foi apenas a partir da década de 1990 que esse instrumento passou a ganhar

maior relevância, notadamente no setor imobiliário, onde encontrou terreno fértil para seu desenvolvimento e expansão⁴⁶.

Contudo, é na modernidade que o instituto ganha contornos estruturados e sistematizados, sobretudo a partir da década de 1970, quando, conforme destacado por Caminha, esse processo assume feições normativas e operacionais mais sofisticadas, consolidando-se no âmbito do sistema financeiro internacional.

Nesse contexto, Caminha contribui de maneira expressiva ao oferecer uma análise abrangente da securitização. Segundo o autor, esse mecanismo cumpre papel essencial na mobilização de ativos, na dispersão dos riscos e na desintermediação do financiamento. Assim, para o autor, trata-se de um mecanismo capaz de mobilizar ativos que, de outra forma, permaneceriam inertes ou restritos ao fluxo ordinário de suas operações, permitindo a sua transformação em instrumentos financeiros com liquidez imediata. Essa característica se revela tanto em relação a créditos já constituídos quanto em relação a créditos futuros, cuja realização ocorreria apenas em momento posterior, mas que, por meio da securitização, podem ser antecipados e utilizados como base para a emissão de valores mobiliários⁴⁷.

O aspecto da mobilização de ativos, portanto, está intrinsecamente ligado à capacidade da securitização de converter fluxos de caixa futuros em recursos disponíveis no presente, o que amplia as possibilidades de financiamento e fortalece a liquidez das empresas. Ao lado disso, a dispersão de riscos emerge como outro ponto essencial destacado por Caminha: ao transferir a carteira de recebíveis para uma estrutura como a SPE ou o FIDC, o originador compartilha os riscos inerentes à inadimplência com uma pluralidade de investidores, cada qual assumindo a exposição conforme a hierarquia dos títulos ou cotas. Dessa forma, o risco concentrado em um único agente econômico se dilui no mercado, aumentando a resiliência do sistema como um todo⁴⁸.

Outro elemento relevante da análise do autor é a ênfase na desintermediação financeira. A securitização rompe, em certa medida, a dependência exclusiva do crédito bancário tradicional, permitindo que o financiamento de projetos e a antecipação de receitas se deem por meio do mercado de capitais. Essa característica amplia o leque de alternativas de *funding*,

⁴⁶ CAMINHA, Unie. Notas sobre a securitização. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 16, n. 62, p. 209, 2013.

⁴⁷ CAMINHA, Unie. Notas sobre a securitização. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 16, n. 62, p. 210-211, 2013.

⁴⁸ Ibidem, p.210-211.

reduzindo custos de captação e fomentando maior eficiência econômica. O processo, assim, possibilita que empresas de diferentes portes e setores encontrem no mercado uma fonte de recursos adaptada às suas necessidades específicas, sem ficarem restritas às condições impostas pelas instituições financeiras.

Assim, a lógica subjacente é clara: ao transformar ativos em títulos transacionáveis no mercado, cria-se a possibilidade de antecipar receitas, distribuir riscos entre diferentes investidores e, simultaneamente, garantir às empresas os recursos necessários para novos empreendimentos. Assim, a securitização se firma, no cenário contemporâneo, como um instrumento de relevância ímpar para a dinâmica financeira global, uma vez que concilia eficiência, liquidez e estímulo ao investimento produtivo.

A partir dessa concepção, torna-se possível compreender o universo dos chamados “títulos securitizáveis” no mercado brasileiro. Todavia, a mera definição conceitual não é suficiente para revelar a complexidade operacional envolvida em tais produtos. É preciso analisar a dinâmica concreta do processo, especialmente no que se refere às etapas de aquisição, estruturação e gestão desses títulos, elementos sem os quais não se apreende a totalidade da securitização.

Para alcançar tal compreensão, convém, em primeiro lugar, examinar o funcionamento das Sociedades de Propósito Específico (SPEs), uma vez que essas entidades são frequentemente utilizadas para estruturar operações de securitização. A SPE, como o próprio nome indica, é constituída com finalidade delimitada: adquirir os ativos originados pela empresa cedente e convertê-los em instrumentos aptos a serem distribuídos no mercado. Apenas em momento posterior, será oportuno examinar o funcionamento do FIDC, que constitui o objeto central deste estudo. Contudo, é importante destacar, desde logo, que a principal diferença entre as operações estruturadas por meio de uma SPE e aquelas realizadas via FIDC reside precisamente na natureza do veículo: no primeiro caso, a securitização é realizada através de uma sociedade autônoma, enquanto no segundo ela se concretiza dentro de um fundo de investimento regulado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Pires, ao explicar essa diferença, destaca que:

O FIDC é, portanto, uma espécie de operação de securitização. A única diferença entre a securitização e os FIDCs está, essencialmente, no fato de que, nas operações de securitização, compete à sociedade de propósito específico – a sociedade anônima – adquirir os direitos creditórios e emitir os valores mobiliários lastreados neste, ao passo que nos FIDCs o fundo, que tem natureza jurídica de condomínio, de acordo com o disposto no art. 3º, inc. I, da Instrução CVM nº 356/2001 - embora existam

controvérsias na doutrina, conforme será abordado neste trabalho -, desempenha o papel da sociedade de propósito específico⁴⁹.

A SPE, no ordenamento brasileiro, pode ser utilizada como veículo de securitização. Contudo, observa-se que a regulação vigente e o próprio ambiente de mercado frequentemente favorecem a utilização dos FIDCs, sobretudo quando a finalidade é captar recursos de investidores institucionais. Isso ocorre porque o FIDC oferece uma estrutura mais padronizada para aquisição e administração de direitos creditórios, além de dispor de um arcabouço regulatório sólido estabelecido pela CVM, que confere maior segurança e transparência à distribuição de cotas.

A experiência internacional demonstra que a securitização pode assumir diferentes formas institucionais⁵⁰, mas todas convergem para um ponto central: a segregação patrimonial dos ativos cedidos. Essa característica é o que garante que os recebíveis não se confundam com o patrimônio da empresa originadora, protegendo os investidores contra riscos relacionados à sua solvência.

No caso brasileiro, por outro lado, essa função é tradicionalmente desempenhada pelos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs), criados justamente para servir como estruturas autônomas e apartadas. Os ativos são transferidos para o fundo, que passa a ter patrimônio próprio, separado tanto da originadora quanto do administrador ou gestor. Essa separação é fundamental para conferir segurança jurídica à operação, assegurando que os recebíveis lastreiem exclusivamente os títulos emitidos e não possam ser alcançados por eventuais credores da empresa cedente.

Assim, a SPE ou fundo, após adquirir os recebíveis, passa a ter como única obrigação o pagamento do valor devido à originadora, o que assegura a transparência e a objetividade da operação. Para financiar essa aquisição, tais entidades emitem títulos ou valores mobiliários lastreados nesses ativos, que são vendidos no mercado de capitais a investidores interessados. Esses papéis, por sua vez, carregam a garantia intrínseca de estarem respaldados por fluxos de caixa segregados, oriundos da carteira de recebíveis cedida. A lógica econômica é clara: os

⁴⁹ PIRES, Daniela Marin. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). São Paulo: [s.n.], 2015. p. 10.

⁵⁰ A título ilustrativo, mencione-se a experiência norte-americana, onde a securitização consolidou-se, em grande medida, por meio da constituição das chamadas *Special Purpose Vehicles* (SPVs). Essas entidades são criadas especificamente para receber os ativos a serem securitizados, assumindo caráter autônomo e segregado em relação ao patrimônio da empresa originadora. A SPV, nesse sentido, representa um exemplo de como a segregação patrimonial é instrumentalizada em outros ordenamentos.

investidores aportam capital presente, antecipando à originadora a liquidez necessária, enquanto aguardam o fluxo futuro de pagamentos como forma de remuneração.

O valor recebido pela originadora, entretanto, não corresponde integralmente ao montante bruto dos créditos cedidos. A operação prevê um desconto, calculado a partir de fatores como a taxa de juros praticada no mercado, os custos operacionais do veículo estruturado e, sobretudo, o risco de inadimplência associado aos recebíveis. Esse deságio cumpre função essencial, pois não apenas remunera os investidores pelo risco assumido, como também assegura margem de segurança ao processo, permitindo que eventuais perdas sejam absorvidas sem comprometer a integridade da operação⁵¹.

Sob a ótica econômica, a securitização representa, assim, um mecanismo de transformação de ativos ilíquidos em instrumentos líquidos, acessíveis e negociáveis. Ao ceder seus recebíveis a uma SPE ou fundo, a empresa originadora melhora sua liquidez, fortalece seu balanço e amplia sua capacidade de investimento em novos projetos ou expansão de atividades. Do lado dos investidores, abre-se a oportunidade de acesso a instrumentos financeiros diferenciados, cuja rentabilidade está atrelada à performance de ativos específicos, em contraste com a intermediação tradicional dos bancos.

Esse desenho estrutural também revela um aspecto de engenharia financeira sofisticada: a criação de um fluxo circular de benefícios. A originadora antecipa recursos e reduz riscos, a SPE ou fundo organiza e distribui títulos no mercado, os investidores encontram novas alternativas de diversificação, e o sistema financeiro, como um todo, ganha em dinamismo e profundidade. Não por acaso, em diferentes mercados, a securitização tem sido utilizada como instrumento estratégico para ampliar o acesso a crédito e estimular setores que demandam capital intensivo, como o imobiliário, o agrícola e o de infraestrutura.

Logo, o funcionamento da SPE inicia-se com a disponibilização de recursos em caixa, que são empregados na aquisição dos ativos do cedente. Uma vez concluída essa transferência, a SPE passa a deter ativos capazes de gerar receitas próprias, reduzindo significativamente o risco da operação. Tal característica é crucial, pois garante que, mesmo diante de eventual falência da originadora, os ativos permaneçam segregados de seu patrimônio e continuem a

⁵¹ PIRES, Daniela Marin. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). São Paulo: [s.n.], 2015. p. 18-19.

produzir fluxos de caixa. Esses recebimentos representam a remuneração prevista para a operação, definida mediante a taxa de desconto acordada no momento da cessão.

Na ausência de recursos próprios, a SPE pode recorrer à captação de dívida junto a investidores ou instituições financeiras. Nessa hipótese, torna-se imperativo que a receita gerada pelos ativos supere os custos financeiros da dívida, incluindo juros e amortizações; caso contrário, será necessário aporte adicional de capital para garantir o cumprimento das obrigações assumidas.

À medida que os ativos passam a gerar receitas, inicia-se o período de reinvestimento, conhecido como *revolving period*. Durante esse estágio, são pagos exclusivamente os juros aos investidores, enquanto todo o resultado obtido é reinvestido na aquisição de novos ativos. Ao término desse ciclo, dá-se início ao período de amortização (*amortization period*), quando o principal da dívida começa a ser liquidado, seja em parcela única (*bullet*), seja de forma parcelada, mediante cupons periódicos.

A distinção entre as diferentes classes de títulos emitidos pela SPE é igualmente relevante, uma vez que cada categoria oferece níveis variados de risco e retorno. Os títulos sênior, por possuírem prioridade na amortização, apresentam menor risco e retorno reduzido. Em contraposição, os títulos subordinados são os últimos a receber o principal, mas oferecem remuneração mais elevada, refletindo o maior risco assumido pelos investidores. Intercalados entre esses dois polos encontram-se os títulos da classe mezanino, com posição intermediária tanto em termos de prioridade de amortização quanto de retorno. Dessa forma, a hierarquia de pagamento determina a distribuição de riscos e potenciais retornos, permitindo que o investidor escolha sua exposição de acordo com seu perfil.

Quando esse modelo é transposto para o ambiente dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), observa-se uma evolução ainda maior. Diferentemente das SPEs tradicionais, os FIDCs permitem que os cotistas escolham níveis distintos de exposição ao risco, por meio da segmentação em cotas sênior, mezanino e subordinadas, o que reflete não apenas a lógica de alocação de riscos, mas também a capacidade do mercado de se adaptar a perfis variados de investidores.

Ademais, antes da amortização, a SPE deve absorver todos os custos operacionais da securitização, incluindo pagamento de juros, honorários de administradores terceirizados, despesas legais e administrativas, bem como eventuais perdas decorrentes da inadimplência ou da depreciação dos ativos. Nos FIDCs, há ainda a necessidade de contratação de agentes

adicionais, aumentando a complexidade do processo. Contabilmente, esses gastos são registrados como custos e despesas operacionais e são distribuídos proporcionalmente entre as classes de títulos, conforme a prioridade definida.

Para garantir a estabilidade da operação, são implementados mecanismos de proteção ao capital dos investidores. Tanto as SPEs quanto os FIDCs estabelecem parâmetros e metas que, caso descumpridos, acionam gatilhos de amortização antecipada. Tais dispositivos preservam o capital investido, assegurando que o pagamento do principal seja adiantado sempre que a performance da operação se desvie dos níveis esperados. Entre os gatilhos mais frequentes estão a incapacidade de manter um *excess spread* adequado, atrasos no pagamento de cupons e dificuldades na renovação dos recebíveis.

O *excess spread* desempenha papel central nesse contexto. Ele corresponde à diferença entre a receita gerada pelos ativos da SPE e os custos e obrigações financeiras da operação, funcionando como uma margem de segurança capaz de absorver perdas decorrentes de inadimplência e assegurar maior solidez ao veículo de securitização. Durante o período de reinvestimento, esse excesso é utilizado para expandir a base de ativos e potencialmente aumentar a geração futura de receitas. Entretanto, caso essa margem se mostre insuficiente, os investidores subordinados são os primeiros a sofrer perdas, evidenciando de forma clara a relação direta entre risco e retorno dentro da estrutura securitizadora.

Conclui-se, portanto, que a securitização por meio de SPEs constitui um mecanismo estruturado e sofisticado, capaz de articular proteção patrimonial, alocação estratégica de riscos e mobilização eficiente de recursos financeiros. Ao possibilitar a transferência de ativos ilíquidos para veículos especializados, a operação não apenas assegura a segregação e preservação do patrimônio, como também transforma ativos de difícil negociação em instrumentos financeiros líquidos e negociáveis.

Essa capacidade de conversão, aliada à hierarquia de cotas, ao *excess spread* e à gestão criteriosa de riscos, evidencia o papel central da securitização no fortalecimento da liquidez das empresas e na oferta de oportunidades de investimento diversificadas e calibradas ao perfil de risco dos investidores. Assim, a SPE, em conjunto com estruturas como os FIDCs não padronizados, revela-se essencial para a dinamização do mercado de crédito, consolidando-se como ferramenta estratégica de relevância prática e teórica no contexto financeiro contemporâneo.

Entretanto, é imprescindível ressaltar que, além das operações estruturadas por meio de SPEs, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) assumem importância central nesse processo de transformação. Os FIDCs não apenas compartilham algumas das características da securitização tradicional, como também oferecem vantagens específicas decorrentes de sua estrutura regulatória.

3.2. Ativos Líquidos e Ilíquidos

Antes de examinar em detalhes a dinâmica desses fundos, torna-se necessário esclarecer, de forma conceitual, a distinção entre ativos líquidos (performados) e ilíquidos (não performados), já que a diferenciação entre essas categorias é essencial para compreender a lógica de funcionamento dos FIDCs e sua função no mercado de crédito.

A distinção entre ativos líquidos e ilíquidos ocupa papel central na compreensão da securitização e, especialmente, na análise das operações estruturadas por Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs). Os chamados recebíveis performados – ou créditos líquidos – correspondem a direitos creditórios já consolidados, decorrentes de transações efetivamente realizadas pela empresa originadora. Nesses casos, a cessão desses ativos constitui estratégia recorrente das companhias que buscam otimizar sua liquidez imediata, convertendo fluxos futuros em capital presente para o financiamento de suas operações correntes ou expansão de investimentos⁵².

Para o investidor, o risco associado é basicamente o risco de crédito, isto é, a possibilidade de inadimplemento da contraparte responsável pelo pagamento. Essa característica torna a precificação relativamente mais simples, pois basta avaliar a qualidade do devedor cedido. Exemplos clássicos incluem boletos bancários a vencer, duplicatas mercantis e pagamentos a serem recebidos de operadoras de cartão de crédito.

Em contrapartida, os recebíveis não performados – também chamados de créditos ilíquidos – possuem uma natureza substancialmente distinta. Nesses casos, o fluxo de caixa projetado ainda não se materializou, dependendo de contratos em vigor ou mesmo de expectativas futuras. Trata-se de ativos cujo valor só se confirmará se determinados eventos econômicos ou comerciais se realizarem, o que expõe tanto a empresa originadora quanto o investidor a riscos adicionais⁵³.

⁵² ZACCHELLO, Daniel. Determinantes de Spread de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. 2010. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.

⁵³ Ibidem

Entre tais riscos podem estar falhas na execução contratual, descumprimento por parte de clientes, ou ainda oscilações de mercado que impactem diretamente a capacidade de geração de receitas. Assim, operações lastreadas em exportações futuras, contratos de royalties ou compromissos comerciais que ainda não se concretizaram estão sujeitas não apenas ao risco de inadimplência, mas também a riscos de performance e de mercado. Nesse cenário, fatores como volatilidade cambial, variações climáticas que afetam safras agrícolas ou mudanças na demanda internacional podem alterar de forma substancial o resultado financeiro esperado.

Embora esses ativos não performados acarretem maior grau de incerteza, a securitização de tais créditos cumpre papel relevante ao possibilitar que a empresa originadora antecipe receitas e, conseqüentemente, aumente sua capacidade de alavancagem financeira. Ao transferir parte do risco ao investidor, a companhia consegue captar recursos para sustentar o crescimento de suas operações, muitas vezes ampliando o retorno sobre o capital próprio.

Evidentemente, a precificação incorpora taxas de desconto mais expressivas, justamente em razão dos riscos acrescidos. Para o investidor que adota uma análise criteriosa – por meio de uma *due diligence* rigorosa –, o cenário pode se revelar atrativo, uma vez que os retornos tendem a superar a média de mercado, compensando a assunção de riscos maiores.

Se a securitização de recebíveis não performados já representa um passo além em termos de complexidade e risco, observa-se no mercado brasileiro um movimento ainda mais ousado: a aquisição de créditos inadimplidos por meio de FIDCs não padronizados, em especial aqueles de natureza judicial. Nessa modalidade, o fundo adquire direitos creditórios cujo risco de crédito já se consolidou, visto que o inadimplemento já ocorreu. Trata-se, portanto, de ativos essencialmente ilíquidos, de difícil negociação direta no mercado, uma vez que carregam consigo a incerteza quanto à efetiva recuperação do valor devido, além de possíveis entraves jurídicos e processuais.

Os créditos judiciais, por exemplo, representam categoria. Muitas vezes decorrentes de sentenças condenatórias, títulos de crédito ou de precatórios, tais créditos são de realização incerta no tempo e no montante, pois dependem não apenas da solvência do devedor, mas também da morosidade e da complexidade do sistema judicial. Do ponto de vista econômico, são ativos cujo valor presente é significativamente inferior ao valor de face, em razão da incerteza quanto ao momento do recebimento e dos riscos associados à execução judicial. Para o credor originário, que muitas vezes não dispõe da robustez financeira necessária para aguardar a tramitação completa do processo, a venda desse crédito a um FIDC pode representar a única

alternativa viável de conversão imediata de um ativo estagnado em recursos financeiros líquidos.

Nesse sentido, os FIDCs não padronizados surgem como instrumentos de grande relevância, na medida em que permitem transformar ativos de altíssimo grau de iliquidez em investimentos estruturados e negociáveis. O fundo, ao adquirir tais créditos, assume os riscos do inadimplemento consolidado e do processo de recuperação, mas também passa a ter a oportunidade de auferir ganhos expressivos caso consiga maximizar a taxa de recuperação judicial ou extrajudicial. Do lado do investidor, a operação representa uma alocação em ativos de risco elevado, mas com potencial de retorno igualmente elevado, em razão dos descontos significativos aplicados no momento da aquisição.

Dessa forma, observa-se que a securitização, por meio dos FIDCs, não se limita à antecipação de recebíveis performados ou futuros, mas alcança também o campo dos créditos inadimplidos. Ao integrar em sua estrutura ativos dessa natureza, o fundo cumpre papel de intermediário sofisticado, capaz de conferir liquidez a instrumentos que, em condições normais, permaneceriam inertes e de difícil realização econômica. Trata-se de uma demonstração clara de como o mercado de capitais, por meio da inovação financeira, é capaz de mobilizar ativos até então considerados de baixo valor prático, convertendo-os em instrumentos de investimento estruturado.

3.3 FIDCs como veículos de transformação de ativos

O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) constitui uma estrutura de capital diferenciada, especialmente quando comparada ao modelo tradicional da Sociedade de Propósito Específico (SPE). Enquanto a SPE depende, em grande medida, do financiamento via capital próprio ou por meio de dívida, o FIDC se distingue ao captar recursos por intermédio da emissão de cotas, conferindo-lhe uma notável capacidade de adaptação às necessidades de mercado. Diferentemente dos fundos de investimento convencionais, nos quais todos os cotistas compartilham de forma proporcional os riscos e retornos, os FIDCs apresentam uma segmentação das cotas por níveis de senioridade.

Tal organização permite que cada classe de cotistas assuma diferentes graus de risco e tenha seu retorno ajustado conforme a posição na hierarquia de subordinação, criando um mecanismo de alocação de risco estruturado e adaptável a perfis de investidores distintos. Essa característica cria um mecanismo que atende simultaneamente investidores conservadores, que

preferem cotas sênior, e investidores dispostos a assumir maiores riscos, que apostam em cotas subordinadas em troca de maior rentabilidade⁵⁴.

Essa estrutura, aliada à diversidade de modelos possíveis, abertos ou fechados, multicedentes ou monocedentes, multissacados ou monossacados, torna os FIDCs instrumentos adaptáveis às mais variadas necessidades do mercado de crédito. O exemplo do FIDC Fornecedor ilustra bem essa flexibilidade: ao adquirir recebíveis de fornecedores de grandes empresas, o fundo promove a antecipação de fluxos financeiros, melhora o capital de giro das pequenas e médias empresas e oferece aos investidores uma alternativa com risco relativamente controlado, já que os sacados costumam ser companhias de grande porte e sólida reputação no mercado⁵⁵.

Já os recebíveis não performados, embora também possam ser objeto de securitização, apresentam desafios mais complexos. Nesses casos, o fundo assume não apenas a expectativa de pagamento futuro, mas igualmente a incerteza sobre a realização do crédito. A liquidez decorre, portanto, da capacidade do FIDC de estruturar mecanismos de gestão, cobrança e monitoramento que mitiguem tais riscos, transformando ativos cuja circulação seria praticamente inviável em produtos financeiros negociáveis.

A antecipação aqui não se resume ao fluxo financeiro imediato concedido ao cedente, mas envolve também a construção de um ambiente regulado em que investidores passam a compartilhar os riscos de inadimplemento de forma proporcional à hierarquia das cotas⁵⁶.

Dessa forma, tanto nos recebíveis performados quanto nos não performados, o FIDC atua como instrumento de mediação entre a necessidade de liquidez das empresas e a busca dos investidores por retornos ajustados ao risco, convertendo ativos naturalmente rígidos em alternativas flexíveis de financiamento e investimento.

Esse mesmo mecanismo também pode ser estendido a outras realidades de ativos ilíquidos. Os recebíveis performados, já constituídos e de cobrança mais previsível, representam a forma mais tradicional de securitização, em que o risco central está atrelado à inadimplência do devedor. Todavia, a sofisticação crescente dos FIDCs não padronizados

⁵⁴ PEREIRA, Gabriel Barros Braga de Castro. Estruturação de um FIDC Multicedente/Multissacado fictício: financiamento alternativo no Brasil. 2025. 58 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2025.

⁵⁵ Ibidem, p. 18-20.

⁵⁶ CAMPOS CATÃO, Gustavo; NONATO RODRIGUES, Raimundo; LIBONATI, Jeronymo José; TEIXEIRA LAGIOIA, Umbelina Cravo. Securitização de recebíveis no setor bancário brasileiro: um estudo empírico. Revista Brasileira de Finanças, v. 7, n. 3, p. 327-345, 2009.

permitiu que sua atuação alcançasse também ativos de maior complexidade, como os recebíveis futuros e, sobretudo, os créditos inadimplidos. No caso dos créditos inadimplidos — frequentemente títulos de natureza judicial ou direitos cuja cobrança já se encontra em disputa —, trata-se de ativos altamente ilíquidos, com risco consolidado e reduzida previsibilidade de retorno. Esses ativos, por si só, dificilmente encontrariam espaço de negociação direta no mercado.

É exatamente nesse ponto que o FIDC revela sua capacidade de conversão de liquidez. Ao adquirir créditos inadimplidos, o fundo os transforma em cotas negociáveis, permitindo que investidores participem de uma estrutura organizada de gestão e recuperação desses ativos. A lógica que sustenta esse processo é dupla: por um lado, a originadora se desfaz de ativos de baixa liquidez, obtendo recursos imediatos; por outro, o fundo centraliza esforços especializados de cobrança e *due diligence*, diluindo riscos entre cotistas de acordo com a estrutura de subordinação das cotas. Assim, um crédito judicial de difícil realização se converte, dentro do ambiente do FIDC, em oportunidade de investimento regulada e estruturada, cuja remuneração é ajustada ao nível de risco assumido.

Nesse contexto, é importante destacar a aproximação entre os créditos inadimplidos adquiridos por FIDCs e o conceito internacionalmente consolidado de Non-Performing Loans (NPLs). Os NPLs correspondem, de maneira geral, a créditos que já não apresentam fluxo regular de pagamento, seja por estarem em atraso significativo ou por estarem submetidos a processos de cobrança judicial. Em mercados desenvolvidos, como o europeu, existe ampla negociação desses ativos, justamente por meio de fundos especializados que assumem o risco de recuperação e transformam esses créditos problemáticos em ativos investíveis. No Brasil, a lógica é similar: os FIDCs não padronizados, ao adquirir créditos inadimplidos, incorporam um portfólio de NPLs e os convertem em produtos estruturados que podem ser distribuídos a investidores. Ainda que o risco seja elevado, essa conversão cria liquidez onde antes havia apenas expectativa incerta de recebimento⁵⁷.

Esse processo de transformação de ativos ilíquidos em líquidos é, portanto, o núcleo da relevância dos FIDCs não padronizados no mercado brasileiro. Ao mesmo tempo em que ampliam o acesso das empresas a recursos de curto prazo, esses fundos oferecem aos investidores um leque de oportunidades de maior complexidade e retorno, ainda que

⁵⁷ SOUZA, Flávio Clésio Silva de. *Inteligência computacional aplicada na análise e recuperação de portfólios de créditos do tipo non-performing loans*. 2015. 169 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Universidade Nove de Julho, São Paulo, 2015.

acompanhadas de riscos significativos. A sofisticação desse mecanismo, entretanto, não elimina seus desafios: a precificação correta dos ativos, a assimetria de informações, os custos elevados de recuperação judicial e a volatilidade macroeconômica são fatores que continuam a impor limites à plena eficiência do modelo.

Apesar dessas barreiras, o papel dos FIDCs é cada vez mais estratégico na consolidação de um mercado de crédito mais moderno e dinâmico. Eles permitem que ativos antes considerados “imobilizados” encontrem liquidez e circulação econômica, contribuindo tanto para a estabilidade financeira das empresas quanto para a diversificação do portfólio dos investidores. Em última análise, os FIDCs representam não apenas um mecanismo de financiamento, mas um verdadeiro instrumento de democratização do acesso ao crédito, aproximando recursos de empresas que, em muitos casos, não teriam alternativas no sistema bancário tradicional.

Conclui-se, assim, que a securitização por meio dos FIDCs, em especial os não padronizados, constitui uma das principais vias de transformação de ativos ilíquidos em líquidos no contexto contemporâneo. Ao conjugar inovação financeira, alocação sofisticada de riscos e relevância prática para a economia real, esses fundos consolidam-se como protagonistas de um mercado em constante evolução, capaz de conectar necessidades de financiamento empresarial com estratégias de investimento diversificadas e alinhadas à complexidade do cenário econômico atual.

Nessa perspectiva, sua importância transcende o campo meramente financeiro: trata-se de um mecanismo que impacta diretamente a capacidade das empresas de manterem sua atividade econômica, de investidores diversificarem suas carteiras com instrumentos sofisticados e, em última instância, do próprio sistema econômico absorver riscos e transformá-los em liquidez. Essa característica reafirma os FIDCs como um elo essencial entre a criação de valor no setor produtivo e a mobilização de capital no mercado financeiro, revelando sua centralidade no desenho de um mercado de crédito mais resiliente e inovador.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise empreendida ao longo deste trabalho permitiu compreender de forma ampla e aprofundada o papel dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), especialmente os não padronizados, como instrumentos centrais na transformação de ativos ilíquidos em líquidos no contexto do mercado financeiro brasileiro. A securitização, enquanto mecanismo estruturante desse processo, revela-se não apenas como uma ferramenta de

engenharia financeira, mas como uma verdadeira ponte entre a economia real e o mercado de capitais, capaz de mobilizar recursos, redistribuir riscos e ampliar a eficiência do sistema financeiro nacional.

A partir do exame das suas estruturas e dinâmicas operacionais, constatou-se que os FIDCs desempenham funções que transcendem a simples antecipação de fluxos de caixa. Eles configuram um ambiente institucional e regulado onde ativos de baixa liquidez, tais como recebíveis futuros, créditos inadimplidos e direitos de natureza judicial, podem ser convertidos em instrumentos de investimento negociáveis, acessíveis e rentáveis. Essa transformação não se restringe à dimensão financeira, mas projeta efeitos econômicos e sociais relevantes, especialmente ao ampliar o acesso ao crédito para empresas de menor porte e ao promover uma distribuição mais equilibrada de riscos entre agentes econômicos distintos.

A sofisticação dos FIDCs não padronizados evidencia a maturidade e a capacidade de inovação do mercado de capitais brasileiro. Diferentemente dos fundos padronizados, esses veículos estruturados comportam maior flexibilidade na aquisição de ativos complexos, permitindo a incorporação de créditos vencidos, precatórios e outros instrumentos de difícil mensuração. Tal característica faz dos FIDCs não padronizados um elo essencial na gestão e recuperação de ativos financeiros, especialmente em um ambiente marcado por alta inadimplência e recuperação de crédito ineficiente.

Verificou-se também que o processo de securitização, ao transferir os direitos creditórios da originadora para uma sociedade de propósito específico (SPE) ou para o próprio fundo, proporciona um nível de segregação patrimonial que mitiga significativamente o risco de insolvência. Essa estrutura, além de reforçar a segurança jurídica das operações, cria as condições para que a liquidez decorra não apenas da natureza dos ativos, mas da própria arquitetura contratual e financeira que sustenta o modelo. O resultado é a formação de um ecossistema de crédito mais dinâmico, descentralizado e aderente às necessidades do mercado moderno, em contraste com a concentração característica do sistema bancário tradicional.

A securitização, nesse contexto, emerge como um vetor de transformação estrutural do sistema financeiro. Ao desintermediar o crédito, ela reduz a dependência das empresas em relação às instituições bancárias e cria alternativas eficientes de financiamento. Tal movimento tem impactos diretos sobre o custo do crédito, sobre a circulação de capital e, conseqüentemente, sobre o crescimento econômico. No caso dos créditos inadimplidos, comumente denominados Non-Performing Loans (NPLs), a atuação dos FIDCs não

padronizados assume ainda maior relevância, pois reintroduz no sistema produtivo ativos que, de outra forma, permaneceriam inertes ou depreciados. A conversão desses créditos em cotas de investimento estruturadas cria uma nova dimensão de liquidez, transformando perdas potenciais em oportunidades financeiras, e aproximando o capital privado da função pública de recuperação econômica.

O estudo também demonstrou que, embora os FIDCs e as operações de securitização ofereçam benefícios expressivos, sua plena efetividade ainda depende de um ambiente institucional estável, de marcos regulatórios bem definidos e de práticas de governança transparentes. O desafio de precificar corretamente os ativos, de reduzir assimetrias informacionais e de assegurar o cumprimento de normas de compliance permanece como um dos principais pontos de atenção. No entanto, o avanço das normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a evolução da própria cultura de investimento no país indicam uma trajetória promissora de consolidação e amadurecimento desse mercado.

É importante destacar, ainda, que a experiência profissional do autor na gestão de ativos e na estruturação de FIDCs não padronizados serviu como base empírica para o aprofundamento das análises aqui apresentadas. Tal vivência permitiu observar, na prática, como a securitização atua como catalisadora de liquidez e de eficiência operacional, mas também como instrumento de modernização da economia real. A atuação desses fundos não apenas ressignifica o conceito de crédito, mas redefine o próprio papel dos intermediários financeiros na geração de valor.

Diante do exposto, conclui-se que os FIDCs não padronizados constituem um dos mais relevantes avanços da engenharia financeira contemporânea, conferindo ao mercado brasileiro um modelo robusto, flexível e adaptável às complexidades de um ambiente econômico em constante transformação. Por meio da securitização, esses fundos viabilizam a circulação de ativos antes considerados inertes, fortalecem a liquidez sistêmica e contribuem para a consolidação de um mercado de crédito mais democrático e eficiente.

Em última instância, os FIDCs não apenas cumprem a função de instrumentos de investimento, mas representam mecanismos de reorganização financeira que conectam capital e produtividade, transformando riscos em oportunidades e expectativas em fluxo econômico real. Assim, a transformação de ativos ilíquidos em líquidos, por meio da securitização, reafirma-se como uma das expressões mais sofisticadas da interseção entre direito, economia e

finanças, um marco da evolução estrutural do mercado brasileiro e um campo ainda fértil para o desenvolvimento de novas práticas e pesquisas futuras.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Marcelo Pacheco. **A securitização de recebíveis como alternativa ao racionamento de crédito: uma análise do fundo de investimento em direitos creditórios**. 2005. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2005.
- AMARAL, R. Q.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SILVA, G. J. C. **Por que as taxas de juros são tão elevadas no Brasil?** Uma avaliação empírica. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 32, n. 4, 2012
- AYOTTE, Kenneth; GAON, Stav. *Asset-backed securities: costs and benefits of bankruptcy remoteness. Texas Finance Festival*, out. 2005. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=813847. Acesso em: 5 mai. 2025.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária 2023**. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria>. Acesso em: 5 mai. 2025.
- BANCO MUNDIAL. **Resolução de insolvência. Doing Business 2019**. Disponível em: <https://archive.doingbusiness.org/pt/data/exploretopics/resolving-insolvency>. Acesso em: 21 ago. 2025.
- BARROS, Luiz Gastão. **O conceito de security no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 14, s.d.
- BORGES, Luiz Ferreira Xavier. **Securitização como parte da segregação de risco**. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 6, n. 12, dez. 1999.
- BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. **Evolução recente do mercado de debêntures no Brasil: as debêntures incentivadas**, Brasília: Ipea, 2015.
- BRANCO, R. S.; PAULA, L. F. **O impacto da dívida pública sobre o spread bancário: uma avaliação empírica**. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 33, n. 63, 2015.
- BRASIL. Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001. Dispõe sobre os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 19 dez. 2001.

BRASIL. Instrução **CVM nº 476**, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas com esforços restritos. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 19 jan. 2009.

BRASIL. **Lei nº 9.138, de 29 de novembro de 1995**. Dispõe sobre a securitização de créditos do setor rural e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 30 nov. 1995.

BRASIL. **Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005**. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 9 fev. 2005.

BRASIL. **Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011**. Dispõe sobre as debêntures incentivadas e institui medidas de estímulo ao financiamento de infraestrutura. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 27 jun. 2011.

BRASIL. **Lei nº 14.112, de 24 de dezembro de 2020**. Altera a Lei nº 11.101/2005 e a Lei nº 10.522/2002. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 24 dez. 2020.

BRASIL. **Resolução CVM nº 175**, de 23 de dezembro de 2022. Consolida e moderniza a regulamentação dos fundos de investimento. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 26 dez. 2022.

CAMINHA, Uinie. **Notas sobre a securitização**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 16, n. 62, 2013.

CARLEO, Alessandra; ROCCI, Roberto; STAFFA, Maria Sole. *Measuring the recovery performance of a portfolio of NPLs. Computation, Basel*, v. 11, n. 2, p. 2-5, 2023. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2079-3197/11/2/29/html> Acesso em: 5 maio 2025.

CARVALHO, A. G.; MARQUES, F. T. **A microestrutura do mercado brasileiro de títulos privados**, Revista Brasileira de Gestão de Negócios, São Paulo, v. 22, 2020.

CAMPOS CATÃO, Gustavo; NONATO RODRIGUES, Raimundo; LIBONATI, Jeronymo José; TEIXEIRA LAGIOIA, Umbelina Cravo. **Securitização de recebíveis no setor bancário brasileiro: um estudo empírico**. Revista Brasileira de Finanças, v. 7, n. 3, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). **Resolução CVM nº 175**, de 23 de dezembro de 2022. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 28 dez. 2022.

Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>. Acesso em: 5 maio 2025.

CORTAVARRIA, Luis A.; DZIOBEK, Claudia Helene; KANAYA, Akihiro; SONG, Inwon. *Loan review, provisioning, and macroeconomic linkages*. IMF Working Paper No. 00/195, dez. 2000. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=880313>. Acesso em: 5 maio 2025.

DE NEGRI, J. et al. **Financiamento do desenvolvimento no Brasil**. In: DE NEGRI, J.; ARAÚJO, B.; BACELETTE, R. (Org.). *Desafios da nação: artigos de apoio*. 1. ed. Brasília: Ipea, 2018. v. 1

FERREIRA, Catarina Iazzetti. **O papel desempenhado pela CVM na evolução dos fundos de investimento em direitos creditórios no Brasil**. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). *Securitização de ativos: a era da desintermediação financeira*. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 18. ed. Rio de Janeiro: Atual, 2011.

FREITAS, José Alexandre. **O administrador de fundos de investimento em direitos creditórios**. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). *Securitização de ativos: a era da desintermediação financeira*. Porto Alegre: Zouk, 2007. p. 58–68. (Gainvest Publicações).

FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza jurídica dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

GAGGINI, Fernando Schwarz. **Securitização de recebíveis**. 1. ed. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003.

JOAQUIM, G.; DOORNIK, B.; ORNELAS, J. R. H. *Bank competition, cost of credit and economic activity: evidence from Brazil*. Basel: BIS, 2023. (BIS Working Papers, n. 1134).

KENDALL, Leon T. *Securitization: a new era in American finance*. In: FISHMAN, Michael J.; KENDALL, Leon T. *A primer on securitization*. Cambridge: The MIT Press, 1996. Disponível em: <https://books.google.com.br/books?id=wj3ktnd9RIc>. Acesso em: 5 maio 2025.

LEITE, Cristiano da Cruz. **O papel do advogado na estruturação de fundos de recebíveis**. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). *Securitização de ativos: a era da desintermediação financeira*. Porto Alegre: Zouk, 2007. p. 53. (Gainvest Publicações).

LIMA NETO, Mário Sérgio. **Estruturação e governança dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs)**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MATTES, Mauro; LIMA NETO, Lucas. **Securitização de ativos: histórico e estatísticas**. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). *Securitização de ativos: a era da desintermediação financeira*. Porto Alegre: Zouk, 2007. p. 16.

NETTO, J. B. S.; JABUR, R. P. **Securitização, cessão de créditos e true sale**. *Gazeta Mercantil*, 14 abr. 2004. Apud: MATTES, Mauro; LIMA NETO, Lucas. *Securitização de ativos: histórico e estatísticas*. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). *Securitização de ativos: a era da desintermediação financeira*. Porto Alegre: Zouk, 2007. p. 16.

NETTO, José Marcelo Martins; JABUR, Roberto. **Securitização e alienação de créditos: aspectos jurídicos e contábeis**. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

NORONHA, Ilene Patrícia. **Securitização de recebíveis mercantis**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

PAULA, L. F. **Fintechs, Bancos Digitais e Open Banking e seus efeitos sobre o setor bancário brasileiro**. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2022. (Texto para Discussão, n. 14).

PAULA, L. F.; FARIA JÚNIOR, J. A. **Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente**, p. 114, *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 16, n. 1, 2012.

PIRES, Antônio Carlos. **Securitização de recebíveis: aspectos jurídicos e econômicos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015.

PEREIRA, Gabriel Barros Braga de Castro. **Estruturação de um FIDC Multicedente/Multissacado fictício: financiamento alternativo no Brasil**. 2025. 58 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2025.

ROQUE, Leonardo. **Securitização de créditos vencidos e pendentes de pagamento e risco judicial**. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

ROQUE, Pamela Gabrielle Romeu Gomes. **Securitização de créditos vencidos e pendentes de pagamento e risco judicial**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2014.

SCHWARCZ, Steven L. *The alchemy of asset securitization*. *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, v. 1, p. 133–150. Disponível em: http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1839&context=faculty_scholars.

Acesso em: 5 maio 2025.

SOUZA, Flávio Clésio Silva de. **Inteligência computacional aplicada na análise e recuperação de portfólios de créditos do tipo non-performing loans**. 2015. 169 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Universidade Nove de Julho, São Paulo, 2015. Disponível em: <https://bibliotecatede.uninove.br/handle/tede/1012>. Acesso em: 5 maio 2025.

TORRES, E. F.; MACAHYBA, L. **Os mercados brasileiro e britânico de títulos corporativos**, Brasília: Confederação Nacional da Indústria, 2017.

ZACCHELLO, Daniel. **Determinantes de Spread de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios**. 2010. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.