

Estudo Comparativo dos Custos Operacionais e Tributários da Securitização e dos FIDCs

José Carlos Luxo, Insper

Professor de finanças no Insper. Doutor em Administração FEA-USP.
jcluxo@insper.br, jcluxo@uol.com.br

Estudo Comparativo dos Custos Operacionais e Tributários da Securitização e dos FIDCs

O objetivo deste trabalho é realizar um estudo comparativo entre as operações estruturadas de Securitização de Recebíveis e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC. Essas modalidades de operações estruturadas são conhecidas como *off-balance*, na medida que não impactam as contas de passivo circulante, bem como de exigível de longo prazo, em comparação com as operações de crédito tradicionais, seja pela emissão de títulos, bem como pelas operações de empréstimo bancário. O estudo comparativo apresenta um breve roteiro descrevendo as etapas legais para viabilização das operações, os custos envolvidos e os aspectos tributários. Em um segundo plano o trabalho discute as vantagens deste tipo de estrutura na visão dos agentes captadores de recursos como também na ótica dos investidores.

Palavras chave: securitização, fundo de investimento

A comparative study of operational and tax costs of securitization and FIDCs

The objective of this study is to proceed a comparative analysis of securitization structured operations and FIDCs. These types of structured operations are known as off-balance operations, once they don't have any impact on short and long-term liability accounts, differently from traditional credit operations whether through securities issuance or banking loan. The study presents a brief guide describing the legal steps for operation feasibility, the costs involved and the legal aspects. In a second plan, the study describes the advantages of this kind of structure through the borrower's and investor's point of view.

Keywords: securitization, mutual fund

Estudio Comparativo de los Costos Operacionales y Tributarios de Securitización y FIDCs

El objetivo de este trabajo es realizar un estudio comparativo entre las operaciones estructuradas de Securitización de Créditos y los Fondos de Inversión en Derechos Crediticios – FIDC. Esas modalidades de operaciones estructuradas son conocidas como *off-balance*, en la medida que no impactan las cuentas del pasivo circulante, bien como del exigible a largo plazo, en comparación con las operaciones de crédito tradicionales, sea por la emisión de títulos, bien como por las operaciones de préstamo bancario. El estudio comparativo presenta un breve guía describiendo las etapas legales para viabilizar las operaciones, los costos relacionados y los aspectos tributarios. En un segundo plano el trabajo discute las ventajas de este tipo de estructura en la visión de los agentes captadores de recursos como también en la óptica de los inversionistas.

Palabras clave: securitización, fondo de inversión.

INTRODUÇÃO

Objetivo

O objetivo deste texto é comparar os custos operacionais e tributários das operações de securitização convencional e por meio de FIDCs - Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

Relevância

Desde a década de 90, a economia brasileira vem passando por um processo de abertura financeira e comercial com a efetiva ampliação da oferta de capitais, através de investimentos diretos, motivados por oportunidades oriundas de processos de privatizações, ou por uma oferta de capitais em forma de títulos representativos de dívidas, no âmbito do mercado doméstico ou internacional.

A maior possibilidade de acesso a capitais em forma de dívida para as empresas brasileiras permitirá a captação de recursos de médio e longo prazo, o que permite uma redução no custo de capital das mesmas.

Por meio desses tipos de operações estruturadas, podemos destacar os seguintes impactos nas empresas que utilizam esses instrumentos financeiros:

- Operação *off-balance* não se caracteriza como financiamento direto e permite a melhora dos índices econômicos e financeiros da Originadora;
- Criação de novo canal de captação de recursos via mercado de capitais;
- Alongamento do *funding* para capital de giro;
- Maior exposição junto a investidores.

Em relação aos investidores, a utilização de instrumentos estruturados possibilita simultaneamente um maior retorno, explicado pela ausência da intermediação financeira, no sentido do spread bancário e um menor risco em função das garantias ou da qualidade dos ativos que estejam lastreando esses instrumentos estruturados.

Metodologia

Na elaboração deste trabalho foi feita uma revisão bibliográfica para fundamentar a teoria e os conceitos principais das operações *off-balance*. Foi também utilizada a experiência do autor no tema.

PRINCIPAIS ASPECTOS E CARACTERÍSTICAS DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS E DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO DE DIREITOS CREDITÓRIOS

Evolução

Em meados dos anos 80, o mercado de *bonds* de empresas corporativas nos Estados Unidos presenciou a introdução de operações estruturadas, nas quais o risco de crédito da emissão não era mais baseada no risco de crédito do emissor, ou seja, da empresa responsável pela emissão.

Os títulos lançados nessa estrutura eram representados por um conjunto de recebíveis, especificamente originados por operações de empréstimos ou financiamentos, sendo que o fluxo de caixa dos títulos espelhava exatamente o fluxo de caixa dos recebíveis. Este tipo de estrutura ficou conhecida lá nos EUA como "*Asset-Backed Securities*".

Por exemplo, a Chrysler utilizou-se de uma estrutura de *Asset-Backed Securities* em 1992, após passar por um Dow Grade do seu *Rating*, ou seja, para B+.

Atualmente os instrumentos de securitização de recebíveis nas suas mais diversas formas representam mais de 50% do PIB (produto interno bruto) dos EUA, bem como tem tido um crescimento superior a 100% ao ano na Europa.

Portanto, ao longo das três últimas décadas, o uso das operações de *Asset-backed Securities* tem crescido rapidamente nos EUA, como também no resto do mundo.

A palavra securitização provém do termo "*securities*", que em inglês se refere a valores mobiliários e títulos de crédito. Dessa forma, securitizar tem o significado de converter determinados créditos em lastro para títulos ou valores mobiliários a serem emitidos posteriormente. A securitização serve, portanto, como suporte para a emissão de títulos ou valores mobiliários.

Conforme lembrado por Ventura (2000, p. 65), "a origem da palavra crédito, deriva do latim "*credittum*", que significa confiança, empréstimo, dívida, demonstrando que possui ampla significação econômica e estreito sentido jurídico".

As operações de crédito passaram por transformações desde sua origem, como podemos observar na obra de Miranda (1972, p. 52), cujo conteúdo mostra que "as operações de crédito baseiam-se, quase sempre, em empréstimos, principalmente de bens fungíveis". O empréstimo de dinheiro está hoje em primeiro plano; porém, não foi sempre assim. Apesar de já existir na vida Romana tal como conhecemos através do direito romano, antes o que mais havia era o empréstimo de produtos naturais, o que é ressaltado nos papiros que correspondem ao Egito do tempo dos Reis Ptolomeus. A Evolução foi para o empréstimo de dinheiro, depois de múltiplas espécies de negócios jurídicos de crédito.

As atividades de intermediação financeira passaram por uma grande transformação ocasionada pela moratória mexicana de 1982.

A partir desse marco, uma série de operações não convencionais conhecidas no mercado financeiro como operações estruturadas passaram a ser realizadas, permitindo, num momento inicial, que as grandes corporações norte-americanas financiassem seus projetos através da emissão de títulos de dívida corporativa, fugindo do acesso ao crédito tradicional. Paralelamente, inicia-se o processo de renegociação das dívidas dos países emergentes, conhecida como o plano *Brady*.

No Brasil, o marco das operações *off-balance* foi a constituição das empresas de propósito específico-SPE, sendo a primeira operação de securitização realizada em 1992, através da emissão das debêntures da *Mesbla Trust*. Embora esta estrutura tenha sido testada no seu limite, uma série de fatores de natureza macroeconômica não permitiu uma ampliação do volume de emissões. Essas razões serão discutidas mais detalhadamente nos próximos tópicos.

Ao final de 2001, o Governo (BACEN e CVM) autorizou a constituição dos fundos de recebíveis, com o objetivo de ampliar esses instrumentos estruturados, ressaltando que o custo de constituição dos fundos de recebíveis é menor do que as formas de securitização.

Securitização de Recebíveis

A palavra securitização provém do termo "*securities*", que em inglês se refere a valores mobiliários e títulos de crédito. Dessa forma, securitizar tem o significado de converter determinados créditos em lastro para títulos ou valores mobiliários a serem emitidos posteriormente.

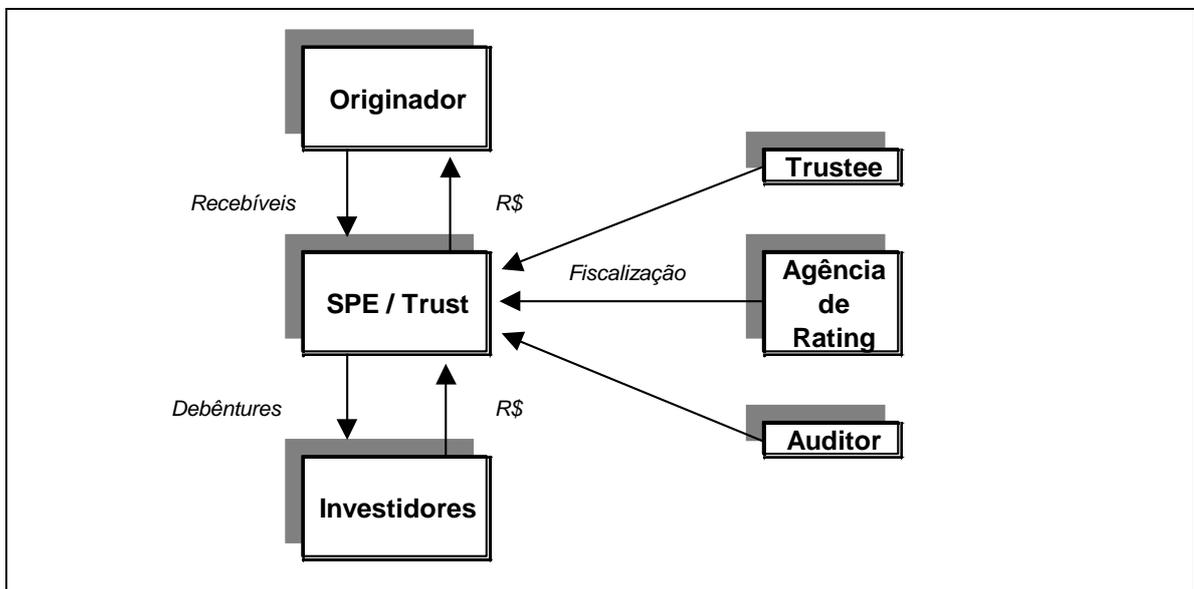
Essa forma estruturada de captação de recursos para o financiamento de capital de giro das empresas nasceu nos Estados Unidos – EUA, na década de 60, através da operação denominada *Asset Backed Securities*, também conhecida no mercado financeiro americano, como "ABS".

A securitização de recebíveis teve rápido crescimento nos Estados Unidos, ao passo que na maioria dos outros países seu uso foi restringido. Porém, no Reino Unido, a relativa liberdade do sistema financeiro promoveu seu crescimento (Financial Times, 1997, p. 247).

O Objeto 1 apresenta uma visão gráfica da estrutura de uma operação convencional de securitização. Uma maneira de exemplificarmos essa operação exige que uma empresa de qualquer setor econômico possua na classificação de contas a receber, uma representação de um fluxo de recebíveis, ou seja, aluguel de imóveis, aluguel de equipamentos, vendas a prazo, ou qualquer forma de recebimentos referentes à sua atividade operacional e que possa legalmente ser transferido à um terceiro. Esse fluxo de contas a receber pode ser segregado, por meio da realização de um contrato de cessão de direitos creditórios estabelecido entre a empresa e uma sociedade de propósito específica. A partir dessa operação de cessão de crédito, a sociedade de propósito específica será a única e legítima credora do fluxo de recebíveis de forma que, esse fluxo deverá ser segregado através da utilização de uma conta corrente da sociedade de propósito específica.

Objeto 1 - Estrutura Básica da Securitização de Recebíveis: securitização convencional.

Fonte: (Securato, Crédito – Análise e Avaliação do Risco, 2002, p. 342).



O objetivo principal nas estruturas de securitização é procurar mitigar ou segregar os impactos que a eventual falência, moratória voluntária ou outro evento de reorganização societária da empresa (cedente dos créditos) possa ter sobre os créditos cedidos. Os recebíveis devem ser transferidos em caráter definitivo para a sociedade de propósito (cessionário dos créditos).

O próximo passo contemplará a emissão de um título de crédito, geralmente uma debênture, por parte da sociedade de propósito específica a favor dos investidores, que estarão aplicando recursos através da compra dessas debêntures.

As debêntures emitidas possuem como garantia o fluxo de recebíveis, constituindo-se para os investidores numa aplicação de recursos financeiros com risco de crédito atrelado ao pagamento ou liquidação do fluxo de recebíveis, ou seja, os investidores estarão assumindo o risco de crédito dos devedores do fluxo de recebíveis. Caso venha ocorrer algum percentual de inadimplência dos recebíveis, a sociedade de propósito específica possuirá um fluxo adicional de recebíveis, que ficará como garantia complementar e como forma de proteger os investidores em caso da hipótese de inadimplência.

Portanto, pode-se afirmar que a securitização é uma estrutura de suporte para a emissão de títulos ou valores mobiliários.

Uma abordagem de Saunders (1997, p. 587) destaca a securitização de ativos como a combinação em pacotes e a venda de empréstimos e outros ativos sob a forma de títulos e através da securitização têm permitido que as carteiras de ativos de instituições financeiras tornem-se cada vez mais líquidas.

A securitização bem-sucedida geralmente exige pelo menos uma classificação de crédito AA. Como exemplo, podemos imaginar um fabricante industrial com uma classificação de *rating* de crédito média (B), que possui uma dificuldade em financiar seu capital de giro junto aos bancos. Este fabricante vendeu bens de capital a clientes com uma classificação de *rating* de crédito forte (AA), gerando um contas a receber em seu fluxo de caixa. Esse fluxo é normalmente denominado de recebíveis, podendo utilizá-lo para estruturar uma operação de securitização, onde o fluxo de recebíveis será a garantia do pagamento do título emitido aos investidores, ou seja, não dependendo mais do risco do fabricante, mas somente da capacidade dos devedores (clientes fortes) em saldar esse fluxo de recebíveis.

Portanto, a securitização de recebíveis é uma operação financeira estruturada que possibilita a emissão de títulos mobiliários lastreados com ativos ou vinculados a um direito creditório ou simplesmente recebível, especialmente segregados, visando eliminar ou minimizar o risco de crédito da companhia emissora dos títulos mobiliários.

Atualmente, diversos dispositivos legais disciplinam o que chamamos hoje, de Securitização de Créditos, ou Securitização de Recebíveis, na maioria das vezes decorrentes de empréstimos, financiamentos (inclusive imobiliários) e operações de arrendamento mercantil (leasing), realizadas no âmbito do mercado financeiro.

Assaf Neto (2001, p. 116) faz uma abordagem destacando o crescimento das operações de captações financeiras por meio de títulos emitidos pelos próprios tomadores de recursos. O autor destaca ainda que essa alternativa de financiamento deverá no futuro, tomar o lugar dos empréstimos convencionais dos bancos, constituindo um mercado de emissão direta em que se estabelece a securitização da carteira de recebíveis das empresas no mercado brasileiro.

A estrutura de securitização no Brasil, tradicionalmente utiliza os valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas ou companhias, por exemplo:

- Ações;
- Debêntures;
- Bônus de Subscrição; e
- Notas promissórias societárias (*commercial papers*)

Dentre os vários motivos ou mesmo benefícios que as empresas devem obter, quando decidem pela realização de uma securitização de recebíveis, podemos citar (Borges, 1999):

- Necessidade de caixa (financiamento do capital de giro);
- Obtenção de financiamento com altos volumes de recursos e prazos mais dilatados;
- Custo de oportunidade mais atrativo que as formas tradicionais de empréstimos bancários;
- Diversificação dos financiadores, ou seja, ampliação da base de investidores (fundos de pensão, seguradoras e etc.);
- Melhoria da apresentação de suas demonstrações financeiras e índices financeiros;

Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

A Comissão de Valores Mobiliários-CVM, através da Instrução nº 356 de 17 de dezembro de 2001, regulamentou a constituição e o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, apelidados pelo mercado de Fundos de Recebíveis e FAC de Recebíveis, respectivamente.

Os Fundos de Recebíveis na forma de condomínios são: uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante (é aquela que excede 50% do PL do fundo) do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios.

Os direitos creditórios são originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, industrial, comercial, imobiliário de arrendamento mercantil, de prestação de serviços, bem como de hipotecas. São exemplos de recebíveis:

- Vendas de varejo – CDC (crédito direto ao consumidor);
- Faturas de cartão de crédito;
- Contratos de locação de galpão industrial;
- Contratos de compra e venda de energia.

Os fundos de recebíveis na forma de condomínios poderão ser abertos ou fechados:

- **Fundos abertos:** o condomínio em que os condôminos podem solicitar resgate de cotas, em conformidade com o disposto no regulamento do fundo, ou seja, são a exemplo dos Fundos de Investimento Financeiro (FIF), aqueles em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer momento.
- **Fundos Fechados:** o condomínio cujas cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou em virtude de sua liquidação, admitindo-se a amortização de cotas por disposição do regulamento ou por decisão da assembléia geral de cotistas. Este tipo de fundo é ideal para operações em que a carteira de recebíveis não tenha liquidez satisfatória, e, portanto, permitirá o planejamento do fluxo de caixa.

Os Fundos de Recebíveis (abertos e fechados) somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado.

A administração do fundo será exercida por banco múltiplo, banco comercial, banco de investimento, Caixa Econômica Federal, sociedade de crédito, financiamento e investimento, por socie-

dade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários.

A instituição financeira administradora, terá poderes para praticar todos os atos necessários à administração do fundo e para exercer os direitos inerentes aos direitos creditórios que integrem a carteira do fundo.

Todos os fundos de recebíveis serão obrigatoriamente classificados por agência classificadora de risco em funcionamento no País, ou seja, as chamadas agências de rating, sendo que a nota conferida pela por esta agência deverá ser atualizada trimestralmente e em caso de alteração, publicada como fato relevante, bem como as taxas, as despesas e os prazos adotados pelo fundo deverão ser idênticos para todos os condôminos.

As aplicações em cotas de Fundos de Recebíveis terão o valor mínimo de R\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil reais) e somente poderão ser realizadas por investidor qualificado, conforme instrução normativa nº 302 de 5 de maio de 1999, da CVM, ou seja, por instituições financeiras, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, pessoas jurídicas não financeiras com patrimônio líquido superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), investidores individuais que possuam carteiras de valores mobiliários e/ou cotas de fundos de investimentos de valor superior a R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais).

Todo fundo de direitos creditórios deverá obrigatoriamente divulgar o regulamento do fundo, prevendo no mínimo o seguinte:

- forma de constituição, se condomínio aberto ou fechado;
- taxa de administração ou critério para sua fixação;
- taxa de desempenho ou de performance, quando for o caso, com critério detalhado sobre a sua cobrança;
- demais taxas e despesas;
- política de investimento, discriminando inclusive os critérios de elegibilidade dos direitos creditórios;
- condições para emissão, negociação, amortização e resgate de cotas.

Em dezembro de 2001 foi criado pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários através da instrução CVM nº 356, sendo que posteriormente foi revogada pela instrução CVM nº 393 em julho de 2003.

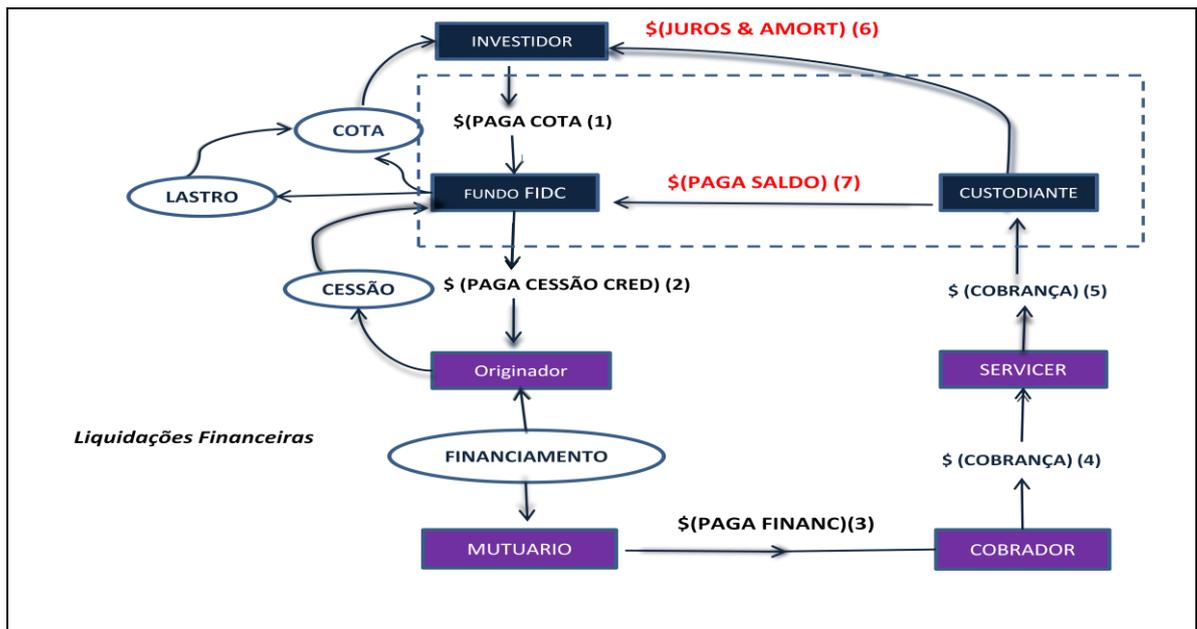
Como mostrado no Objeto 2, o Fundo de Recebíveis é um tipo de fundo que tem características especiais e cujos principais aspectos que devem merecer a atenção do estruturador e do originador são:

- Documentação:
 - Formalização dos créditos (rotinas e processos);
 - Sistema de processamento de dados do originador (*hardware e software*);
 - Rotinas e procedimentos de aprovação de crédito.
- Estatística de Cobrança:
 - Transferência das informações (independência);
 - Atrasos, default (não pagamentos);
 - Recuperação de crédito (cobrança extra-judicial).

- Operacionalização do Fundo de Recebível:
 - Troca de informação com o banco responsável pela cobrança (meios de transmissão de arquivos eletrônicos);
 - Custodiante, administrador, etc;
 - Política de liquidez;
 - Estrutura de garantias (overcollateral).

Objeto 2: Estrutura Básica dos Fundos de Direitos Creditórios

Fonte: Integral Trust (2007).



Os fundos de recebíveis deram o arcabouço legal e operacional necessários para a segregação do risco do originador, garantindo ao investidor que, sendo performados os recebíveis, estará assegurado o retorno do investimento ao cotista investidor.

Através dos Fundos de Recebíveis as empresas poderão utilizar dentro de suas estratégias de gestão financeira as seguintes premissas:

- Fonte de recursos para suprir as necessidades de capital;
- Alavancagem de novos recursos;
- Nova alternativa para a mudança do perfil de endividamento;
- Possibilidade de maior eficiência operacional.

Seguem as operações de Fundos de Recebíveis realizadas no período de janeiro de 2002 até outubro de 2003, demonstrando o forte crescimento dessa estrutura operacional.

Objeto 3- Fundos de Recebíveis Lançados no mercado

Fonte: Integral Trust (2007).

Análise do Mercado para os FIDCs							
ORGANIZADOR	RATING	D.C	ESTRUT COTAS	DURAÇÃO	DISTRIBUIÇÃO DE RENDIMENTOS COTISTA	P.L R\$mm.	ESTRUTURADOR
BMGI	AAA Fitch	CRÉDITO CONSIG	1SR/SUB	24M 12C/12MT	CDI +3	100	INTEGRAL
CRUZEIRO DO SUL	AAA FITCH	CRÉDITO CONSIG	1SR/SUB	24M	115% CDI	100	CEDENTE
SADIA	A FITCH	DC. MERCANTIS	SR/SUB	36M	55% CDI	150	RABO BANK
PERDIGÃO	AA FITCH	DC. MERCANTIS	ND	ND	ND	80	RABO BANK
PARMALAT	AAA SAP	DC. MERCANTIS	SR/SUB	60M	VARIÁVEL	200	ITAÚ
BGN	A ASSIS	CRÉDITO CONSIG D.C DIVERSOS	ND	36M	ND	ND	MFR ADV
CBD	A FITCH	C/C - CHEQUES PRÉ/TICKETES	SR - 2SÉRIES SUB	60M	103% CDI 101% CDI	500	RABO BANK
AETATIS II	AA FITCH	CRED. IMOBIL.	SR	36M	IGPM +10,5%	200	GP
AETATIS II	AA FITCH	CRED. IMOBIL.	SR	36M	IGPM +10,0%	200	GP
PANAMERICANO	ASSIS AAA	CDC AUTO	SR/SUB	ABERTO	112% CDI	ATÉ 100	ND
MÁXIMA	Moodyc AAA	CDC	SR/SUB	ABERTO	115%CDI	100	H. Solfise
CATERPILLAR	AA+ SR	DC. MERCANTIS	SR - 2SÉRIES SUB	48M	104% CDI	80	INTEGRAL
TOTAL						1810	

ESTUDO COMPARATIVO

Neste estudo comparativo foram levantados alguns pontos que favorecem os Fundos de Recebíveis em detrimento as estruturas convencionais de Securitização de Recebíveis, conforme Objeto 4.

Em relação às despesas tributárias, foram destacados os itens descritos conforme o Objeto 5.

Objeto 4- Comparação de Custos

Comparação dos custos iniciais e de manutenção de operações convencionais de securitização e de FIDCs. Identificação da existência (sim) e da inexistência (não) do custo. Elaboração pelo autor.

Custos	Securitização convencional	Fundos de recebíveis
constituição da SPC	Sim	não
administrador	Não	sim
contratação do agente fiduciário	Sim	sim
contratação de auditoria	Sim	sim
contratação de empresa de rating	Sim	sim
banco servicer	Sim	não
assessoria jurídica	Sim	sim
registro das debêntures (CVM)	Sim	não
publicações legais	Sim	sim
despesas de marketing e road show	Sim	sim
impressão de prospectos	Sim	sim
parecer legal (casos especiais)	Sim	não
registro das debêntures (CETIP)	Sim	não
despesas gerais	Sim	sim

Objeto 5- Despesas Tributárias

Comparação das despesas tributárias da securitização convencional e dos fundos de recebíveis. O IR na fonte incide sobre as receitas financeiras obtidas com as aplicações do saldo de caixa do fundo, observadas as normas aplicáveis às demais pessoas jurídicas, podendo ser compensado quando da distribuição de rendimentos e ganhos de capital aos quotistas (art. 16-A caput e § único – Lei nº 8.668/93), sendo este considerado como antecipação do devido na declaração (artigo 19, inciso I – Lei nº 8.668/93). Momento da Retenção e base de cálculo: Fundos Abertos – mensalmente sobre a valorização da quota em relação ao mês anterior; Fundos Fechados – imposto devido apenas na amortização ou resgate das quotas, calculado sobre a diferença positiva entre o valor de resgate e aplicação. Elaboração pelo autor.

Despesas tributárias da securitização convencional	Despesas tributárias dos fundos de recebíveis
<i>Impacto na SPC</i>	<i>Impacto no Fundo</i>
PIS/COFINS = 4,65%	PIS/COFINS = isento
IRRF = 20% (incidência nas aplicações financeiras das sobras de caixa)	IRRF* = isento
IRPJ e CSSL = 34%	IRPJ e CSLL = isento
<i>Impacto para os Investidores</i>	<i>Impacto para os Quotistas**</i>
IRRF na fonte (sobre o ganho nominal das debêntures)	IRRF na fonte (sobre o rendimento nominal da cota sênior)

LIMITAÇÕES

A principal limitação do estudo é ser de natureza qualitativa. O resultado indica a existência de custos maiores na securitização convencional, mas não a sua magnitude. Fica a sugestão de realização de estudo com objetivo semelhante, com quantificação dos custos de operação de ambos os instrumentos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Pode-se concluir que os fundos de recebíveis possuem uma vantagem financeira em relação à securitização de recebíveis. Os fundos de recebíveis acabam sendo constituídos através de uma estrutura mais leve, com custos administrativos e custos fiscais inferiores aos custos de uma Securitização de Recebíveis convencional.

Consequentemente, as operações de fundos de recebíveis vêm sendo cada vez mais utilizadas pelo mercado, apesar de ser um produto relativamente novo, demonstrando que estamos diante de uma nova estrutura operacional com grande potencial de utilização pelas empresas, ou seja, como uma nova forma de captação de recursos, bem como pelos investidores institucionais na aplicação de recursos.

REFERÊNCIAS

- Assaf Neto, A. (2001). *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas.
- Borges, L. F. (1999). Securitização como parte da Segregação de Risco. *Revista do BNDES*, V.6, N.12, 123-136.
- Financial Times. (1997). *London Business School*. Makron Books.
- Integral Trust. (2007). Acesso em 5 de 8 de 2007, disponível em <http://www.integraltrust.com.br/biblioteca.html>
- Miranda, P. d. (1972). *Tratado de Direito Privado*. São Paulo: Campus.
- Saunders, A. (1997). *Financial Institutions Management*. Irwin.
- Securato, J. R. (2002). *Crédito – Análise e Avaliação do Risco* edição (1ª ed.). São Paulo: Editora Saint Paul.
- Ventura, E. C. (2000). *A Evolução do Crédito*. São Paulo: Campus.

Recebido em 28/06/2010 Aprovado em 01/08/2010 Disponibilizado em 20/08/2010 Avaliado pelo sistema <i>double blind review</i>
