

FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS NO BRASIL: um estudo do mercado e suas evoluções.

Cassiel Eduardo Barbosa Feres de Castro

Orientadora: Luciana Carvalho

Resumo

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) tiveram a sua criação no ano de 2001 pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e possuem a instrução 356 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como norteadora das atividades. Contudo, desde a sua regulamentação, os FIDCs têm se tornado a principal forma de securitização no Brasil, processo esse que foi acompanhado pela modernização na legislação, que permite que cada vez mais diferentes lastros possam ser adquiridos pelos recursos de um FIDC. (ANBIMA, 2015). Em um primeiro momento, para a compreensão da estrutura de um FIDC, foi feita uma revisão da literatura, das normas e legislações referentes a esses fundos. Posteriormente, foi feito um panorama do mercado, por meio de uma base de dados pública disponibilizada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) contendo informações sobre os FIDCs. Sobre o primeiro ponto, o referencial teórico foi capaz de suprir o objetivo, conceituando a origem da securitização, os direitos creditórios, os tipos de FIDC e os participantes do fluxo de estruturação. Sobre o segundo ponto, o panorama concentrou-se em trazer inicialmente os dados sobre o estado da indústria, bem como o seu crescimento, e foi possível compreender a estrutura do mercado e a dinâmica dos seus prestadores de serviço, além de demonstrar a importância do FIDC-NP do Sistema Petrobras.

Palavras-chave: Securitização. FIDC. Desintermediação Bancária.

1. Introdução

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) tiveram a sua criação no ano de 2001 pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e possuem a instrução 356 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como norteadora das atividades (CVM, 2001). Esses fundos foram criados com o propósito de fazer a comunhão de recursos para a aquisição de, no mínimo, 50% do patrimônio líquido em direitos creditórios (ANBIMA, 2015).

Esse mercado tem apresentado altas taxas de crescimento. Apenas entre 2016 e 2021 o patrimônio líquido dessa classificação de fundos expandiu cerca de 183%, aumentando a sua fatia de participação na indústria de fundos de investimento (ANBIMA, 2022). É importante pontuar que esse tipo de fundo tem se mostrado bastante democrático, atingindo um espectro cada vez maior de empresas e ativos, inclusive, ao longo do tempo novas operações são descobertas como uma possibilidade de objeto de cessão (CONGRESSO ANBIMA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO, 2015).

Do ponto de vista da empresa, a forma mais tradicional de captação de recursos é a intermediação financeira dos bancos. Contudo, na busca de mitigar o risco de crédito incorrido nas operações, os bancos podem ser muito criteriosos, exigindo histórico comprovado de rentabilidade, garantias reais e outros pré-requisitos que podem estar além do alcance das pequenas e médias empresas. (LEITE, 2007; DONINI, 2002).

Uma outra forma de financiamento seria a securitização de recebíveis, lacuna que pode ser preenchida por um Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs) e uma *factoring*. Essa ferramenta permite que as empresas originem e façam a venda da sua carteira de recebíveis, sendo possível acessar o crédito com uma quantidade muito menor de requisitos e com uma taxa que é atrativa para a empresa (ROCCA, 2004).

Os FIDCs, por serem um meio de captação creditícia muito mais flexível, devem passar cada vez mais a fazer parte das fontes de financiamento das empresas, não se configurando como apenas um produto de captação de recursos em momentos de restrição de crédito, mas parte da decisão estratégica

de financiamento das empresas (CONGRESSO ANBIMA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO, 2015).

Contudo, desde a sua regulamentação, os FIDCs têm se tornado o principal veículo de securitização no Brasil, processo esse que foi acompanhado pela modernização na legislação, que permite que cada vez mais diferentes lastros possam ser adquiridos pelos recursos de um FIDC. O delineamento da carteira de investimento de um fundo depende da política de investimento que consta em regulamento, mas essa modernização da legislação trouxe espaço para uma série de inovações. (ANBIMA, 2015).

Posto isso, o objetivo dessa pesquisa é compreender a estrutura de um fundo de investimento em direitos creditórios. Ademais o trabalho apresenta um panorama do mercado de FIDCs no Brasil, contendo uma visão das principais empresas e fundos que fazem parte desse nicho.

Em um primeiro momento, para a compreensão da estrutura de um FIDC, foi feita uma revisão da literatura, das normas e legislações referentes a esses fundos. Posteriormente, foi feito um panorama do mercado, por meio de uma base de dados pública disponibilizada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) contendo informações sobre os FIDCs.

2. Referencial Teórico

2.1. A Securitização e o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

O problema econômico fundamental se baseia na escassez, ou seja, necessidades e vontades ilimitadas e disponibilidade de recursos limitados. Diante dessa situação, um agente econômico se encontra em um dilema no qual deve renunciar a uma opção em detrimento de outra (FRANK e BERNANKE, 2012).

Quando um agente econômico opta por consumir menos do que ganha, forma poupança e se torna um agente superavitário. Do outro lado, existem aqueles que necessitam de mais recursos do que possuem, conhecidos como

agentes deficitários. Dada essa dinâmica, o Sistema Financeiro foi criado para conectar a relação entre esses dois entes, inicialmente feita pela intermediação financeira, método mais tradicional e, posteriormente, por novos ativos financeiros e com características operacionais customizáveis (CVM, 2019).

Um desses métodos criados para a capitalização de agentes deficitários foi a securitização, como apontado por Kendall e Fishman (2000), que mostra como as formas tradicionais de financiamento por intermediários financeiros foram contornadas pela securitização de recebíveis, com sua origem nos Estados Unidos na emissão de *“Mortgage-backed pass-through securities”*, que tinha como lastro recebíveis imobiliários.

Segundo Gobeti (2016), a securitização consiste na emissão de um instrumento securitizador, no mercado de capitais, de valor mobiliários lastreados em direitos creditórios cedidos onerosamente, por um ou mais originadores. O pagamento pela cessão dos créditos do originador se dá com os recursos oriundos da integralização dos valores mobiliários emitidos pelo veículo securitizador, ou mediante a integralização de valores mobiliários com estes ativos.

Para Kendall e Fishman (2001), a securitização pode ser definida como o a junção de empréstimos individuais (direitos creditórios) e outros instrumentos de dívida ilíquidos em apenas um título mobiliário, com o objetivo de fornecer liquidez e vender esses títulos aos investidores.

Ambas as definições permeiam os “direitos creditórios” que, por sua vez, são uma relação baseada na confiança entre as partes de que o devedor irá receber o recurso, fazer uso em benefício próprio e, ao final do prazo, esse recurso será retornado ao credor em uma data futura (NETO, 2007). A conceituação de Bulgarelli (1994) é bastante parecida, posto que entende o crédito como o direito do credor de exigir o que lhe é devido sob qualquer causa.

Ou, do ponto de vista regulatório, os direitos creditórios foram definidos no inciso I, do artigo 2º da Instrução CVM 356, como:

[...] os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, e os warrants, contratos e títulos (contratos mercantis de

compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como em títulos ou certificados representativos desses contratos, os quais devem contar com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora) [...] (CVM, 2001).

Contudo, a securitização vai além da transformação de pequenos empréstimos e outros instrumentos de dívida, Rocca (2004) coloca também a possibilidade de se viabilizar modelos de negócio de empresas que concedem crédito ao consumidor, crédito imobiliário de longo prazo, compra e venda de recebíveis pulverizados de pessoas físicas, jurídicas e outros.

Na prática, um exemplo da securitização seria quando as empresas recorrem à securitização de recebíveis como forma de obter recursos financeiros para alimentar o seu capital de giro, financiando sua operação de curto prazo. Para isso, a empresa vende uma carteira de recebíveis, que antes estava como contas a receber em uma data futura no seu balanço, e faz a transferência desse direito de recebimento a um intermediário, podendo ser um título de dívida ou um fundo, como um FIDC (PINHEIRO; SAVOIA, 2009).

Como esse direito representa uma liquidação financeira em uma data futura, o valor de compra desses créditos é trazido ao valor presente por uma taxa de desconto justa e que represente os riscos que são incorridos naquela operação. Ainda assim, essa operação de desconto é positiva para a empresa, visto que deixa de incorrer no risco de crédito que essa carteira oferecia e consegue financiar sua operação de curto prazo a um custo inferior ao que teria caso tivesse que recorrer às instituições financeiras tradicionais (PINHEIRO; SAVOIA, 2009; ANBIMA, 2015).

Dentre os veículos de securitização, encontram os FIDCs, que foram criados em 2001 e têm como objetivo a compra de uma parcela preponderante do seu PL em Direitos Creditórios (DCs). Esses DCs podem ser lastreados nos mais diversos setores da economia, como financeiro, comercial, industrial, imobiliário, hipotecário, arrendamento mercantil, prestação de serviços e outros. Ao mesmo tempo que são um método de securitização de recebíveis, oferecem uma alternativa de investimento rentável aos seus investidores. (SILVA et al., 2010; ASSAF NETO, 2018).

A primeira instrução que normatizou os FIDCs foi a instrução nº356/01 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de 2001 (CVM, 2001). A partir dela, as características principais desses fundos foram delineadas, mas desde então, houve duas outras instruções importantes nesse segmento, que foi a Instrução CVM nº444/06, que inaugurou a existência dos FIDCs Não Padronizados e abriu uma grande possibilidade de novos ativos para cessão, e a Instrução CVM nº489/11, que trouxe aperfeiçoamentos e padronizou os procedimentos contábeis praticados na indústria (ANBIMA, 2015; CVM, 2001; CVM, 2006).

De acordo com a ICVM nº356/01, os FIDCs Padronizados podem aceitar apenas aplicações e subscrições de cotas de investidores que sejam qualificados (CVM, 2001). Já os Não Padronizados, por adquirir direitos creditórios com maior complexidade, tem a sua base de cotistas restrita aos investidores profissionais, seja por meio de aplicação ou por meio do mercado secundário, como consta na redação da Resolução CVM nº30/21 (CVM, 2021).

Na norma atual, esses fundos podem ser constituídos sob a forma de condomínios abertos ou fechados, na medida em que permitem ou não o resgate de cotas por parte do investidor quando desejado. Não só, os FIDCs podem ser padronizados ou não padronizados, performados ou não performados e ainda podem variar na forma de sua constituição por tipos de cotas (SILVA et al., 2010).

Os FIDCs, em sua constituição mais clássica, contam com uma estrutura em que existem os cedentes (agentes que fazem a cessão da sua carteira de recebíveis) e sacados (que são os devedores das carteiras de crédito). Um FIDC pode possuir um ou mais cedentes e um ou mais sacados, sendo denominados monocedente/multicedente e monosacado/multisacado, conforme o caso (ANBIMA, 2015).

Atualmente, de acordo com a Diretriz ANBIMA nº 08, os FIDCs são classificados pela ANBIMA como “Fomento Mercantil”, “Agro, Indústria e Comércio”, “Financeiro” e “Outros” (ANBIMA,2019). Adiante, cada um deles será melhor definido, bem como exemplificados.

Quando os investidores aportam dinheiro em um FIDC, eles não estão comprando diretamente a totalidade dos direitos creditórios que compõem a carteira, eles estão adquirindo uma parcela do risco do fundo, que é

representado pelas cotas. Por sua vez, essas cotas podem ser, de acordo com a ICVM 356, divididas em cotas sêniores e subordinadas, as quais poderão ter valores, prazos e amortizações distintas, dado que a primeira possui preferência no recebimento dos rendimentos do fundo (FAGUNDES, 2016).

Para os investidores, há uma diferença de exposição a risco exposto por cada classe de cota. Os cotistas seniores muito provavelmente vão receber a taxa indicativa da sua classe. Enquanto isso, os cotistas subordinados, que geralmente são os próprios originadores da carteira de recebíveis, incorrem em um risco muito maior, pois possuem uma remuneração que é variável e é possível que o retorno obtido seja menor do que a taxa livre de risco, configurando um investimento ineficiente. Ainda assim, o risco que o cotista subordinado não seja remunerado adequadamente existe, mas a taxa média das carteiras nesses mercados possui um grande diferencial sobre a taxa livre de risco (PINHEIRO; SAVOIA, 2009).

Especificando os riscos que podem prejudicar a rentabilidade de um ativo securitizado, existe uma série de possibilidades: risco de crédito, risco de mercado, risco de juros, risco de liquidez, risco de preço, risco cambial, risco de fungibilidade e outros (ANBIMA, 2015). Desses, o risco de crédito com frequência será o maior deles, visto que o lastro desses são direitos creditórios. Uma inadimplência sempre afetará primeiro os cotistas subordinados e, por último, o cotista sênior (PINHEIRO; SAVOIA, 2008).

Existem mecanismos nessas operações que podem mitigar o risco de crédito, como a vinculação de carta de crédito, sobrecolateralização, apólice de seguro de crédito e uma estrutura de senioridade e subordinação robusta (FABOZZI et al., 2006). Sobre esse último aspecto apontado, o grau de senioridade é definido pelo volume financeiro em cotas subordinadas em relação ao volume financeiro em cotas sênior e, quanto maior essa razão, maior conforto terá o cotista sênior, que terá uma maior proteção contra a inadimplência. (SANTANA, 2006).

Como apontado, o risco de crédito é aquele que o investidor está mais exposto ao investir em um FIDC. Para isso, a ANBIMA possui uma diretriz que rege a metodologia de provisão para devedores duvidosos (PDD) como forma

de refletir nas cotas dos fundos a real evolução dos ativos. (PINHEIRO; SAVOIA, 2008; ANBIMA, 2019a).

Essa diretriz ANBIMA de provisão de perdas dos direitos creditórios (PDD) tem como objetivo estabelecer normas e procedimentos para garantia da aplicação da metodologia mais adequada às características dos direitos creditórios da carteira, evitar transferência de riqueza entre cotistas e estimular práticas que consigam estimar com maior precisão o fluxo de caixa esperado para o fundo (ANBIMA, 2019a).

O responsável pela elaboração da política de provisão de perdas a ser aplicado no fundo é o Administrador Fiduciário, podendo contar com o auxílio de terceiros, desde que seja sinalizado no prospecto, no regulamento do FIDC ou em seu site na internet. Nesse processo, o gestor de recursos exerce um papel importante no fornecimento tempestivo de informações para os cálculos de PDD (ANBIMA, 2019a).

Sobre a metodologia da PDD, o Administrador Fiduciário deve elaborá-la com linguagem clara (linguagem simples e de fácil compreensão), considerando as características específicas dos direitos creditórios e do FIDC e descrevendo as áreas responsáveis, bem com os fóruns, comitês ou organismos de deliberação (que devem possuir frequência mínima mensal). Na prática, deve aplicar uma metodologia de forma consistente e padronizada sobre os direitos creditórios, com o objetivo de aproximar ao máximo o recebimento esperado do recebimento realizado (ANBIMA, 2019a)

Além disso, do ponto de vista tributário, de acordo com a instrução normativa da Receita Federal Brasileira Nº 1585, de 31 de agosto de 2015, os investidores são tributados de acordo com a tabela regressiva do Imposto de Renda, em que o imposto reduz de acordo com o tempo de permanência do cotista no fundo (RECEITA FEDERAL BRASILEIRA, 2015).

Por fim, sobre os custos e encargos, de acordo com o artigo 56 da Instrução CVM 356, um FIDC pode cobrar taxa de administração, desempenho, gestão, custódia e outras linhas que vão além dos custos, podendo incluir despesas do interesse do fundo e de comunicação com seus condôminos, emolumentos e comissões sobre as operações, honorários de advogados,

despesa com rating e auditoria e despesa com uma eventual liquidação do fundo ou relacionada à realização de assembleias de cotistas.

2.2 Tipos de lastro

2.2.1 Fomento Mercantil

Os FIDCs Fomento Mercantil atuam como uma forma mais eficiente do ponto de vista fiscal dentro do nicho das empresas que são conhecidas como *factorings*. As *factorings* são operadoras não bancárias e têm a permissão de atuar na cessão de crédito e financiamento de capital de giro de empresas (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019).

Do ponto de vista tributário, de acordo com a Lei 9.718/98 (BRASIL, 1998), sobre a atividade das *factorings* são incididos o Imposto de Renda sobre Pessoa Jurídica (IRPJ) e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), com base no regime de Lucro Real. Não só, por realizarem atividade de compra de crédito ou negociação de ativos, se enquadram no regime não-cumulativo do Programa de Integração Social (PIS) e Contribuição para o Financiamento de Seguridade Social (COFINS). Por outro lado, a atividade dos FIDCs é enquadrada em uma diferente forma de tributação, muito mais eficiente (LEITE, 2007) e que foi apresentada anteriormente nesse trabalho.

FIDC Fomento Mercantil	
Fomento Mercantil	Busca retorno por meio de investimentos em carteira pulverizada de recebíveis (direitos ou títulos) originados e vendidos por diversos cedentes que antecipam recursos por meio da venda de (i) duplicatas, (ii) notas promissórias, (iii) cheques e (iv) quaisquer outros títulos passíveis de cessão e transferência de titularidade. Enquadram-se nesta opção os FIDC utilizados como veículo no fornecimento de recursos ou antecipação de receitas para pessoas físicas e jurídicas por meio de firmas de assessoria financeira, cooperativas de crédito, fomento mercantil e factoring.

Quadro 1: FIDC Fomento Mercantil

Fonte: ANBIMA, 2019a; CONSELHO DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO, 2015. Elaboração própria.

2.2.2 FIDCs Agro, Comércio e Indústria

Esse é, atualmente, o maior tipo ANBIMA do mercado de FIDCs, dado muito influenciado pela participação do fundo FIDC NP do Sistema Petrobrás. Abaixo, há uma apresentação sobre esse fundo muito relevante para a indústria e as definições sobre o tipo ANBIMA Agro, Comércio e Indústria.

Com a abertura de capital da Petrobras, a empresa passou a diversificar as suas formas de capitalização, utilizando fundos estruturados, os FIDCs, FIIIs e FIPs. Dentre esses, o maior e que segue em atividade é o “FIDC NP DO SISTEMA PETROBRAS”, inscrito no CNPJ sob o nº 09.195.235/0001-50. Tem sua data de início em 23/11/2007 e é um fundo com patrimônio líquido de R\$101.888.517.795,14 (competência de maio de 2022) que tem como lastro direitos creditórios performados e/ou não performados de operações de subsidiárias e controladas. (DUARTE; NABARRO, 2021; BB DTVM S.A., 2022)

Essa posição pode ser verificada no Balanço Patrimonial da empresa na conta de ativo “Contas a receber – FIDC” com a sua contraparte no passivo circulante registrada como “Financiamentos” (PETROBRAS, 2022). O fundo é gerido e administrado pela BB DTVM S.A., tem como custodiante o Banco do Brasil S.A. e tem a sua classificação de risco dispensada pelo artigo 23-A da Instrução da CVM 356/01 (CVM, 2001), mas ainda assim possuem os seus ativos auditados pela KPMG Auditores Independentes.

Em maio de 2022, conforme relatório mensal da gestão do fundo e dados da ANBIMA de mesma competência, esse fundo representava 30,03% da totalidade do patrimônio líquido de toda a indústria de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Por isso, os seus prestadores de serviço, como o gestor e o administrador, acabam se tornando os maiores da indústria (ANBIMA, 2022a; BB DTVM S.A., 2022).

FIDC Agro, Indústria e Comércio	
Infraestrutura	busca retorno por meio de investimentos em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) originários de operações dos setores de infraestrutura, tais como (i) geração, (ii) telecomunicações, (iii) saneamento básico, (iv) transportes e (v) distribuição e transmissão de energia elétrica;

Recebíveis comerciais	busca retorno por meio de investimento em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) lastreados em (i) duplicatas, (ii) carnês ou faturas de cartão crédito (lojistas), e (iii) originários de operações comerciais (não bancárias);
Crédito corporativo	busca retorno por meio de investimentos em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) de operações de crédito corporativo em empresas do segmento de middle market ou corporate, ou, ainda, de originários de operações de financiamento de empresas cujo único devedor é uma pessoa jurídica ou um grupo de pessoas jurídicas, pertencentes ao mesmo Conglomerado ou Grupo Econômico (Ex.: FIDC de fornecedores);
Agronegócio	que busca retorno por meio de investimentos em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) originários de operações de financiamento relacionadas ao setor do agronegócio, tais como, mas não se limitando a, (i) Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), (ii) Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), (iii) Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), (iv) Cédula de Produto Rural (CPR), (v) Warrant e (vi) Nota de Crédito do Agronegócio (NCA);
Multicarteira Agro, Indústria e Comércio	busca retorno por meio de investimentos em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) originários de 2 (dois) ou mais setores da classificação “Agro, Indústria e Comércio” sem compromisso declarado de concentração em um setor em particular.

Quadro 2: FIDC Agro, Indústria e Comércio

Fonte: ANBIMA, 2019a; CONSELHO DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO, 2015. Elaboração própria.

2.2.3. Financeiro

Os FIDCs Financeiros se colocam como uma alternativa de financiamento de iniciativas de crédito. Dentro desse grupo, encontram-se FIDCs de Fintechs, que ganham a sua remuneração como originadora de direitos creditórios, sendo que esse modelo de negócio é viabilizado justamente pela existência desse tipo de fundo (ANBIMA, 2015).

FIDC Financeiro	
Crédito imobiliário	busca retorno por meio de investimento em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) originários de operações de financiamento relacionadas ao setor imobiliário, tais como, mas não se limitando a, Certificados de Recebíveis

	Imobiliários (CRI) e Cédula de Crédito Imobiliário (CCI). Também se enquadram nesta opção os FIDC voltados à aplicação em créditos detidos contra o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) relativos aos contratos de financiamento habitacionais celebrados com mutuários finais do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), ou cessionários, a qualquer título, que tenham cobertura do FCVS (“Créditos contra o FCVS”);
Crédito consignado	busca retorno por meio de investimentos em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) originários de operações de crédito consignado (desconto em folha) de aposentados (INSS), servidores públicos e empregados do setor privado (CLT);
Crédito pessoal	busca retorno por meio de investimentos em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) originários de operações crédito pessoal não relacionado aos setores de veículos, imobiliário e do agronegócio;
Financiamento de veículos	busca retorno por meio de investimento em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) originários de operações de financiamento de veículos ou leasing de veículos (caminhões, ônibus, carros e motos);
Multicarteira financeiro	busca retorno por meio de investimentos em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) originários de 2 (dois) ou mais setores da classificação “Financeiro” sem compromisso declarado de concentração em um setor em particular.

Quadro 3: FIDC Financeiro

Fonte: ANBIMA, 2019a; CONSELHO DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO, 2015. Elaboração própria.

2.2.4. Outros

Essa classificação de FIDC mostra o grande potencial que existe a ser explorado dentro da lógica da desintermediação bancária. Existem fundos capazes de adquirir carteiras de crédito inadimplentes, direitos creditórios contra o Poder Público e de fluxo de caixa incerto e pode-se atuar com uma carteira que adquire ativos descritos nos tipos anteriores (ANBIMA, 2019a).

FIDC Outros	
Recuperação (Non Performing Loans)	busca retorno por meio de investimentos em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) em atraso e inadimplentes;
Poder Público	busca retorno por meio de investimentos em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) originários de créditos

	decorrentes de receitas ou dívidas públicas originárias ou derivadas da União, Estados, Distrito Federal e Municípios, autarquias e fundações. Também se enquadram nesta opção os FIDC cuja expectativa de direito sobre os recebíveis resultem de ações judiciais em curso que sejam objeto de litígio ou cujos recebíveis tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia (ex.: FIDC composto por créditos de natureza fiscal e precatórios);
Multicarteira Outros	busca retorno por meio de investimento em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) originários de 2 (dois) ou mais tipos sem compromisso declarado de concentração em um setor em particular.

Quadro 4: FIDC Outros

Fonte: ANBIMA, 2019a; ANBIMA, 2015 Elaboração própria.

2.3. Participantes principais de um FIDC

Para o pleno funcionamento de um fundo de investimento em direitos creditórios são necessários vários participantes trabalhando em conjunto, sendo que cada um deles possui uma função específica no fluxo. Abaixo há um quadro compilando as definições dos principais participantes.

Principais participantes de um FIDC	
Gestor	O gestor da carteira é responsável pelos investimentos realizados pelo fundo. É quem decide quais ativos financeiros irão compor a carteira, quando e quanto comprar ou vender de cada ativo, sempre observando as perspectivas de retorno, risco e liquidez, tendo em vista a política de investimento e os objetivos definidos no regulamento. Não só, realiza o relacionamento com os intermediários contratados para realizar as operações. Ademais, produz aos investidores relatórios com informações e estatísticas financeiras sobre o fundo e as operações.
Administrador	O administrador é a instituição que constitui o fundo e aprova, no mesmo ato, o seu regulamento, documento no qual são estabelecidas as regras de funcionamento do fundo, o seu objetivo e a sua política de investimento. O administrador do fundo tem a obrigação de diligenciar para que sejam mantidos atualizados e em perfeita ordem o registro de cotistas, o livro de atas das assembleias gerais, o livro ou lista de presença de cotistas, os pareceres do auditor independente, os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo e a documentação relativa às operações do fundo.
Custodiante	O custodiante é a pessoa jurídica credenciada na CVM para o exercício de prestador de serviço de custódia fungível.

Agência de Rating	A agência de rating é a empresa a quem cabe atribuir grau de risco, tanto ao Fundo, como às emissões de cotas distribuídas publicamente. Toda emissão de cotas deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País.
Distribuidor	O distribuidor é uma instituição integrante do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários, podendo essa oferta ser em regime de melhores esforços, aquele em que não há garantia de se colocar todas as cotas, ou por garantia firme, que é aquele em que há a integralização pela instituição intermediária das cotas quando não há demanda pela totalidade da oferta.
Auditor	O auditor é aquele que validará os demonstrativos trimestrais do fundo, evidenciando que as operações efetuadas estão em consonância com a política de investimento e os limites de composição e diversificação, bem como que as negociações foram realizadas a taxas de mercado. Prestarão serviços de análise histórica de comportamento das carteiras de recebíveis (atraso, inadimplência, pré-pagamento, recompra, entre outros), relatórios de validação de lastro e documentos dos recebíveis e validação dos demonstrativos do fundo.
Cedente/ Empresa Originadora	O cedente é aquele que realiza cessão de direitos creditórios para o FIDC, sendo essa cessão a transferência pelo Cedente, credor originário ou não, de seus Direitos Creditórios para o FIDC, mantendo-se inalterados os restantes elementos da relação obrigacional.
Assessoria jurídica	A assessoria jurídica é aquela que responde pela definição da estrutura jurídica do fundo.
Agente de cobrança	O agente de cobrança é a instituição autorizada a cobrar e receber, em nome do fundo, direitos creditórios inadimplidos.

Quadro 5: Principais participantes de um FIDC

Fonte: ANBIMA, 2015; ANBIMA, 2019a; CVM, 2001; CVM, 2016; SILVA, 2010.

Elaboração própria.

Sobre os “Investidores”, de acordo com o que é apresentado pela ANBIMA (2022b) a classificação de cada tipo de investidor depende do distribuidor em questão, mas existem definições que podem ser verificadas no Código de Distribuição de Produtos de Investimento e em regulamentação do Conselho Monetário Nacional (CMN, 2014). No quadro abaixo, são apresentados os principais grupos de investidores de FIDCs.

Classificação de investidor	Definição
Corporate e Middle Market	Investidores pessoa jurídica, cujo porte financeiro deve ser definido conforme critério próprio da instituição distribuidora;
Private	Investidores que tenham capacidade financeira de, no mínimo, 3 (três) milhões de reais, individual ou coletivamente;
Investidor Não Residente	as pessoas físicas ou jurídicas, os fundos ou outras entidades de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior;
Fundos de investimento	É uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.

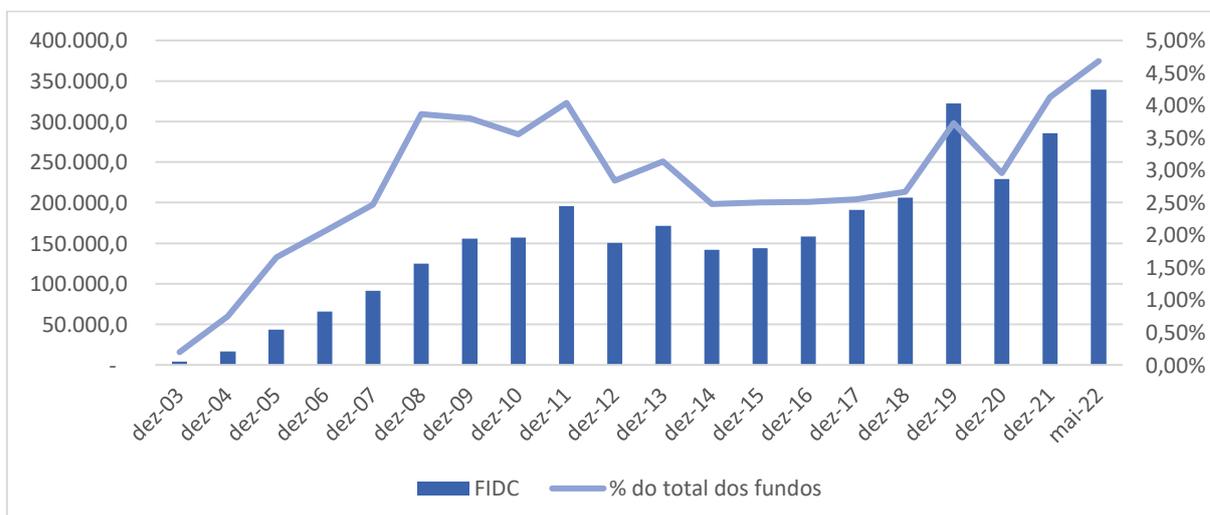
Quadro 6: Classificação de investidor

Fonte: ANBIMA, 2022b; BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014; CVM, 2014; ANBIMA, 2019b. Elaboração própria.

3. Panorama sobre o mercado de FIDCs

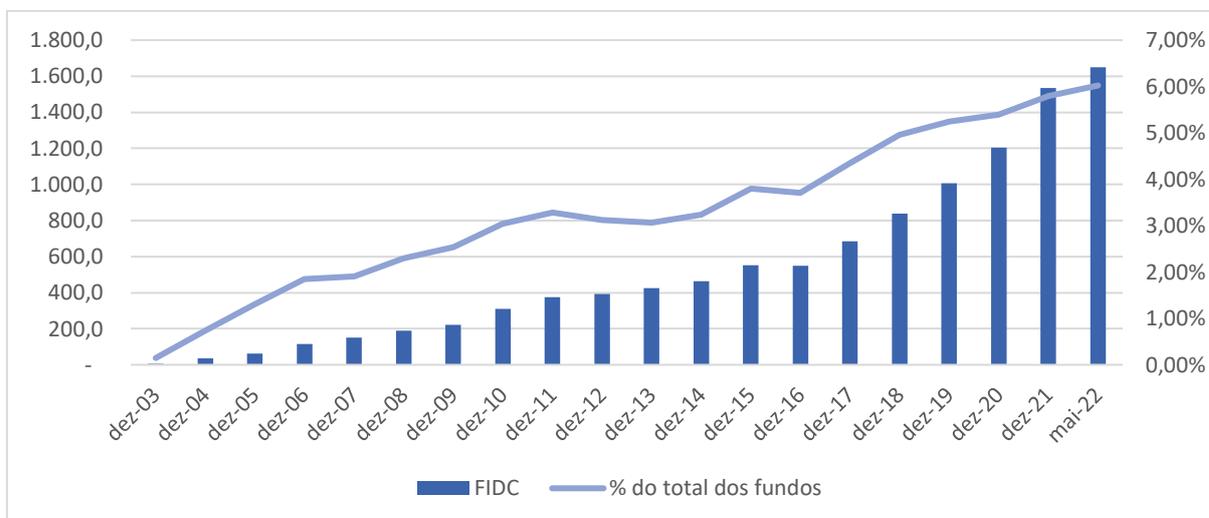
A indústria de fundos de investimento, nos últimos 5 anos, apresentou uma retração de 3%. No mesmo período, o patrimônio líquido dos FIDCs cresceu em 77%. Com isso, percebe-se o comportamento de um segmento que está em ascensão, que vem ganhando relevância percentualmente em relação ao total dos fundos de investimento, chegando a 4,68% em maio 2022 (ANBIMA, 2022a).

Gráfico 1: Patrimônio líquido de FIDCs em R\$ milhões em moeda constante deflacionada pelo IGP-DI até maio de 2022 (esquerda) e Participação em % na indústria de fundos (direita).



Fonte: ANBIMA, 2022a. Elaboração própria.

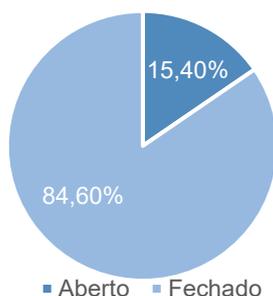
Gráfico 2: Quantidade de FIDCs (esquerda) e participação no total da indústria de fundos de investimento em % (direita)



Fonte: ANBIMA, 2022a. Elaboração Própria.

Conforme a constituição inicial, os condomínios em que as suas cotas podem ser resgatadas apenas no término do prazo de duração (fundos fechados) são os predominantes no mercado, com participação de 84,60%, enquanto aqueles que admitem resgates (fundos abertos) possuem uma participação de apenas 15,40%. Esse fator pode ser explicado dada a maior previsibilidade de passivo conferida pelos fundos fechados, nos quais o gestor pode tomar a sua decisão de investimento baseado em uma certeza do momento em que deverá amortizar as cotas do fundo aos seus cotistas.

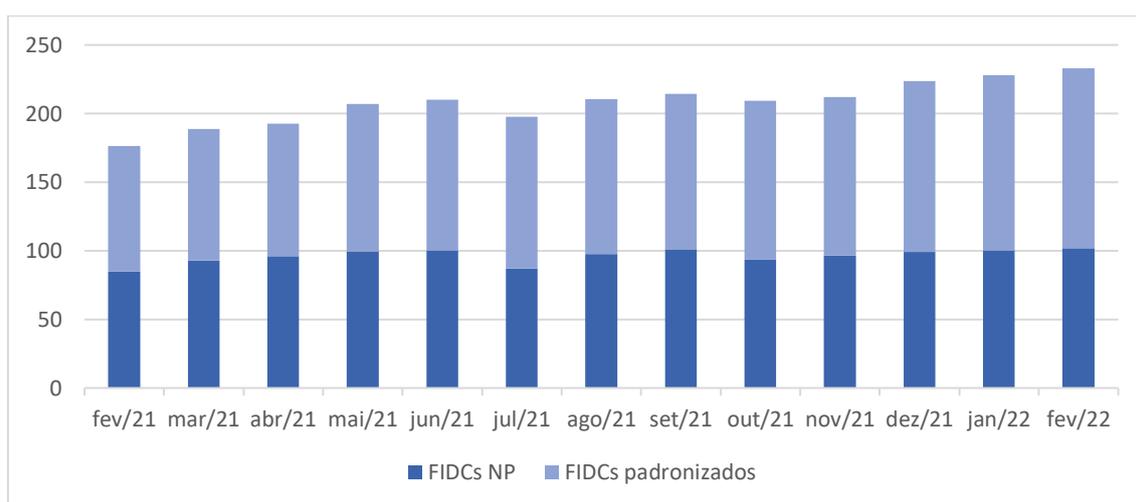
Gráfico 3: Tipo de FIDC conforme a sua constituição



Fonte: ANBIMA, 2022a. Elaboração própria.

A composição desse patrimônio líquido de FIDCs está atualmente dividida em uma participação de 56,18% em FIDCs Padronizados e 43,82% em FIDCs Não Padronizados, se excluída a participação do FIDC NP do Sistema Petrobras. Há 12 meses, essa diferença entre as duas segmentações era menor, já que os FIDCs padronizados possuíam uma participação de 51,97% e os Não Padronizados 48,03% e, considerando que ambos apresentaram aumento de PL total, pode-se inferir que houve uma captação maior nos FIDCs Padronizados.

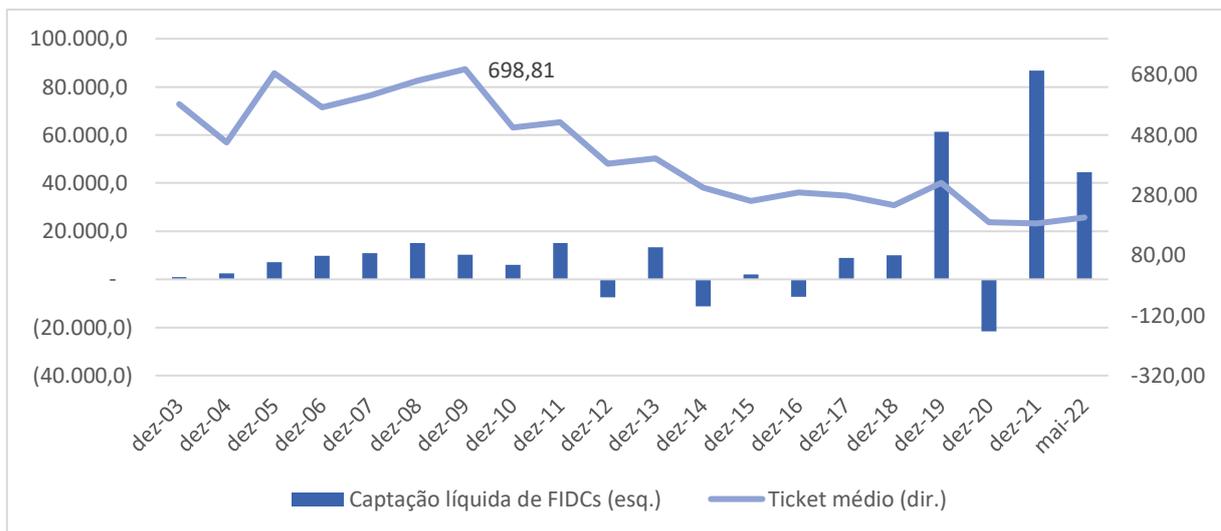
Gráfico 4: Patrimônio líquido de FIDCs Padronizados e FIDCs-NP excluía a participação do FIDC NP do Sistema Petrobras



Fonte: ANBIMA, 2022a. Elaboração própria.

Desde 2003, houve apenas 4 anos em que a captação líquida foi negativa, nos anos de 2012, 2014, 2016 e 2020, sendo que o fluxo negativo de 2020 foi o de maior magnitude, com um montante de R\$21.705 milhões de reais. Desde 2003, o número de FIDCs vem crescendo a uma taxa média de 33% ao ano, enquanto o Patrimônio Líquido cresce a um ritmo de 25% a.a. desde. Com isso, houve uma queda no ticket médio por fundo, resultando em uma maior pulverização da indústria. Com exceção de 2016, percebe-se que nos anos em que houve captação líquida negativa há uma queda mais acentuada no ticket médio por fundo.

Gráfico 5: Captação líquida dos FIDCs em R\$ milhões no ano até a data (esquerda) e ticket médio por FIDC (direita)



Fonte: ANBIMA, 2022a. Elaboração própria.

Aprofundando na captação líquida dos FIDCs, nos últimos 12 meses houve uma captação líquida de R\$82 bilhões de reais, sendo que desses, 58,94% são relativos ao tipo “Agro, Indústria e Comércio”, 21,18% ao tipo “Outros”, 12,70% ao tipo “Financeiro” e 7,18% ao tipo “Fomento Mercantil”. Os tipos “Fomento Mercantil” e “Outros” não apresentaram nenhum mês negativo no período, enquanto o tipo “Financeiro” apresentou apenas 1 mês negativo.

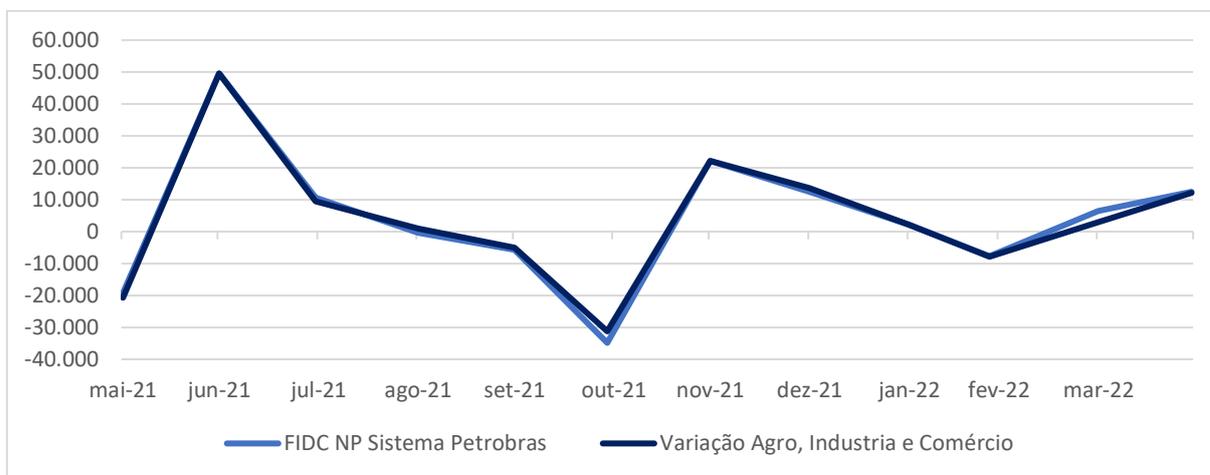
Dentro da classificação “Agro, Indústria e Comércio” o FIDC NP DO SISTEMA PETROBRAS é um dos principais atribuidores de fluxo ao tipo, com uma correlação de 99,69%. Inclusive, também influencia os dados de captação da indústria como um todo devido à sua magnitude.

Tabela 1: Captação líquida dos FIDCs por tipo ANBIMA

Tipos ANBIMA	Captação líquida de FIDCs em R\$ milhões				
	Fomento Mercantil	Financeiro	Agro, Indústria e Comércio	Outros	FIDC
mai-22	1.137,22	227,40	-20.660,49	47,64	-19.248,22
abr-22	1.067,83	17,77	49.555,62	953,78	51.595,00
mar-22	670,37	656,31	9.545,75	2.112,18	12.984,61
fev-22	352,08	528,50	1.039,40	467,80	2.387,79
jan-22	99,08	1.068,86	-5.038,46	671,68	-3.198,84
dez-21	259,31	1.568,72	-31.236,58	3.105,58	-26.302,97
nov-21	161,33	1.988,03	22.191,28	1.743,92	26.084,56
out-21	318,55	727,32	13.622,46	693,66	15.361,98
set-21	247,96	103,53	2.173,53	2.279,72	4.804,74
ago-21	574,81	2.203,44	-7.902,72	825,57	-4.298,90
jul-21	30,50	-656,69	2.990,75	3.474,07	5.838,63
jun-21	973,80	1.994,36	12.099,92	1.014,53	16.082,60

Fonte: ANBIMA, 2022a. Elaboração própria.

Gráfico 6: Captação líquida do FIDC NP Petrobras e captação líquida da Tipo ANBIMA Agro, Industria e Comércio

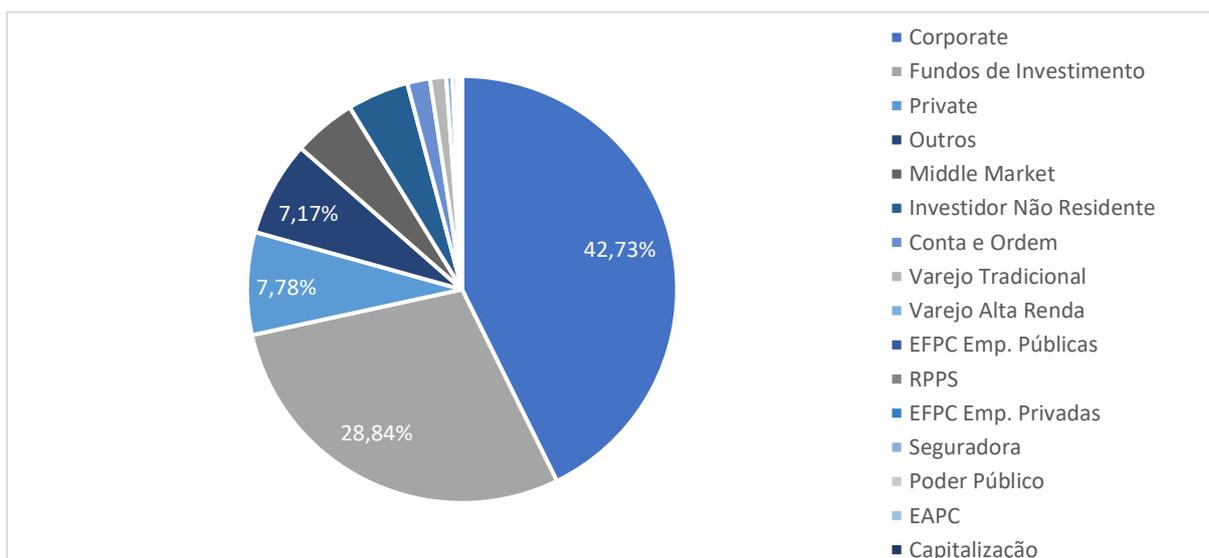


Fonte: ANBIMA, 2022a. Elaboração própria.

Segundo a classificação de investidor da ANBIMA, o maior grupo de investidor em FIDCs é o “Corporate” (pessoa jurídica), seguido pelos “Fundos de Investimento”, que juntos são responsáveis por 71,57% dos recursos investidos nessa classe de fundos. Contudo, existe também uma participação relevante de investidores “Private” (investidores com capacidade financeira superior a R\$3 milhões, individual ou coletivamente) e “Investidores Não Residentes” (pessoas físicas ou jurídicas com residência, sede ou domicílio no exterior). (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014; ANBIMA, 2022b).

Os fundos de investimento regidos pela Instrução CVM nº555/14 possuem o limite de 20% do seu patrimônio líquido em cotas de FIDCs, FIC-FIDCs, FIDC-NP e FIC-FIDC-NP (sendo os “FIC” fundos que investem ao menos 95% do seu patrimônio líquido em cotas de outros fundos) quando for destinado para investidores em geral. Ademais, para os investidores acessarem diretamente, precisam ser investidores qualificados no caso dos FIDCs Padronizados e profissionais no caso dos FIDCs Não-Padronizados, esse fato reduz o grupo de compradores potenciais dentro dos investidores do varejo (CVM, 2001; CVM, 2006; CVM, 2014).

Gráfico 7: Participação percentual por tipo de investidor no patrimônio líquido de FIDCs



Fonte: ANBIMA, 2022a. Elaboração própria.

Os 10 maiores gestores concentram em si uma participação de 64,14% do patrimônio líquido dos FIDCs, enquanto os demais 35,86% são pulverizados entre outras demais 188 instituições financeiras e *assets* (gestoras, do inglês *asset management firms*).

O Índice Herfindahl (IH) mede o nível de concentração em um determinado setor, sendo que um resultado inferior a 1500 é relativo a um mercado pouco concentrado (U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE, 2010). Quando consideramos a totalidade dos prestadores de serviço, incluído o BB DTVM S.A. que é o maior gestor de FIDCs, esse número se encontra abaixo de 1500 e, se retiramos esse prestador, o IH se torna ainda menor, demonstrando que, de fato, não há uma concentração relevante no mercado.

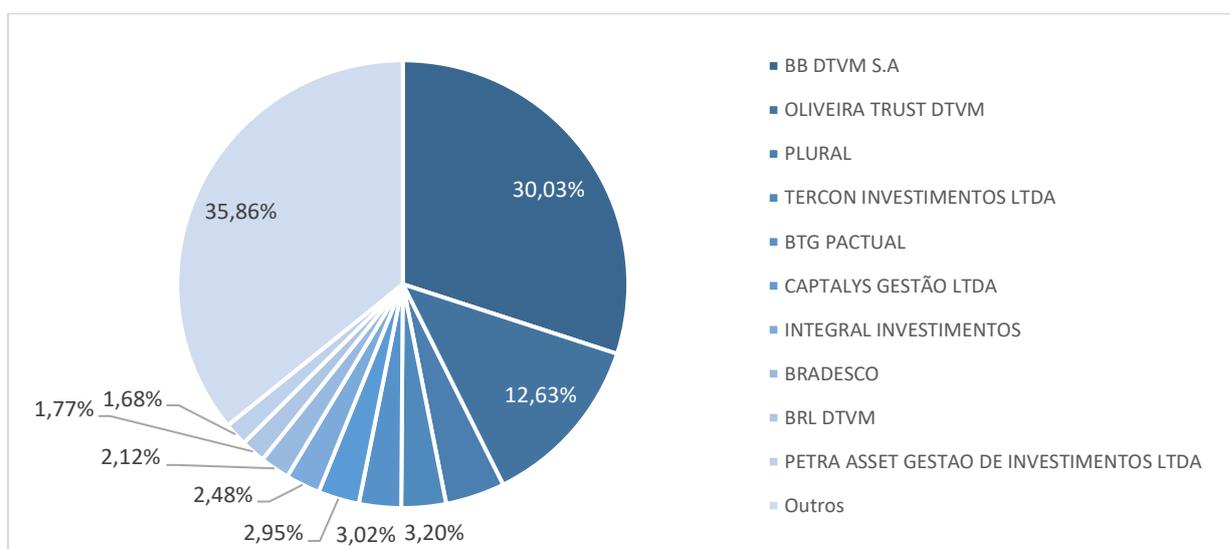
Tabela 2: Participação de mercado dos maiores gestores em % do montante total de FIDCs

Participação de Gestores em % do PL do total de FIDCs		
	Completo	Ex-BB DTVM S.A.
Maior	30,03%	18,05%
5 maiores	53,14%	37,23%
10 maiores	64,14%	51,04%
20 maiores	75,94%	66,89%
Índice Herfindahl	1.148,35	503,19

Fonte: ANBIMA, 2022a. Elaboração própria.

Dentre os 20 maiores gestores, o que possuem uma participação em seu patrimônio líquido sob gestão em FIDCs maior que 80% são a Tercon Investimentos Ltda (96%), Integral Investimentos (96%), Petra Asset Gestao De Investimentos Ltda (82%), Empirica Invest Gestao De Recursos (84%), Farm Investimentos Gestão De Recursos Ltda (100%), Jus Capital Gestao De Recursos Ltda (89%) e Vert Gestora De Recursos Financeiros Ltda (100%).

Gráfico 8: Ranking de Gestores de FIDC por Patrimônio Líquido em percentual do total

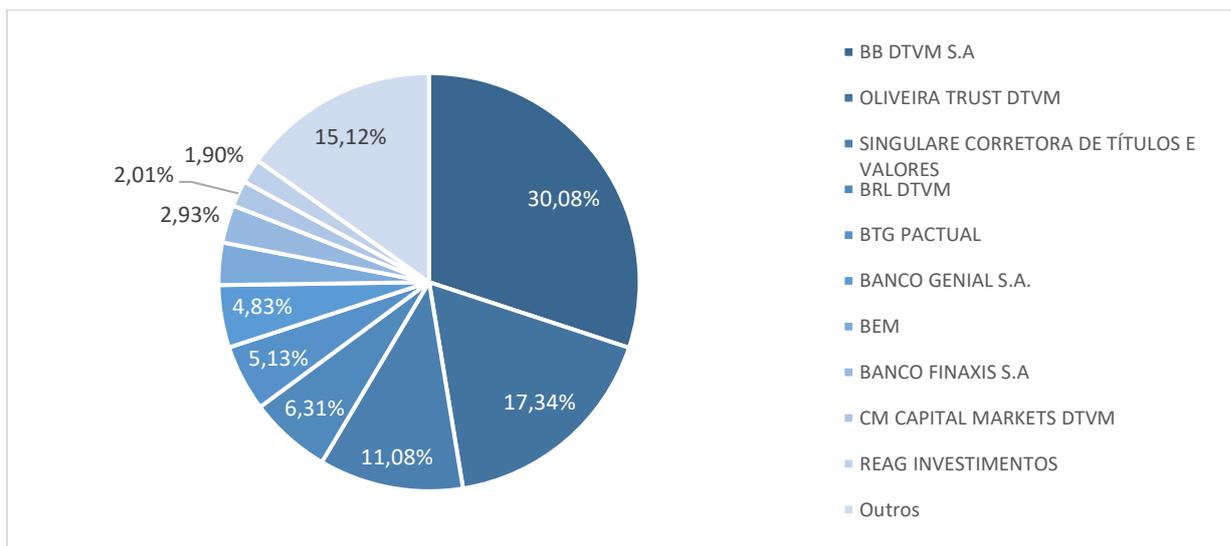


Fonte: ANBIMA, 2022a. Elaboração própria.

O mercado de administradores de FIDC possui um comportamento de concentração similar ao de gestores. Os 10 maiores administradores possuem uma participação de 84,88% enquanto os demais 15,12% estão pulverizados entre outras 29 empresas. Quantitativamente, os números do Índice de Herfindahl considerando e excluindo a participação do BB DTVM S.A. mostram que esse mercado também não possui uma concentração relevante de um pequeno grupo de empresas, mas ainda assim apresenta uma concentração maior do que o mercado de gestores quando consideramos a exclusão do maior prestador dos mercados.

Dentro das 20 maiores, as que possuem uma maior concentração de FIDCs em sua carteira total são o Banco Finaxis (76,8%), a CM Capital Markets DTVM (75,4%), a Oliveira Trust DTVM (63,3%) e a Singulare CTVM (60,5%), com destaque para a Hemera DTVM, que está na 22ª colocação de maior administradora de FIDCs e possui uma concentração de 98,5% da sua carteira total em FIDCs.

Gráfico 9: Ranking de Administrador de FIDC por Patrimônio Líquido em percentual do total



Fonte: ANBIMA, 2022a. Elaboração própria.

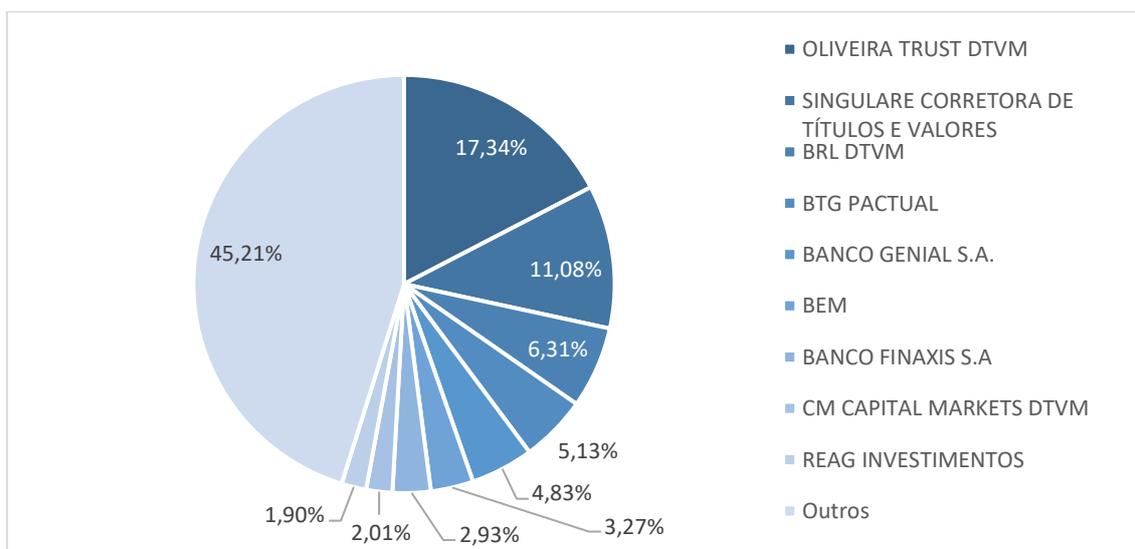
Tabela 3: Participação de mercado dos maiores administradores em % do montante total de FIDCs

Participação de Administradores em % do PL do total de FIDCs		
	Completo	Ex-BB DTVM S.A.
Maior	30,08%	24,80%
5 maiores	69,94%	63,92%
10 maiores	84,88%	80,70%
20 maiores	95,90%	95,02%
Índice Herfindahl	1.459,58	1.134,43

Fonte: ANBIMA, 2022a. Elaboração própria.

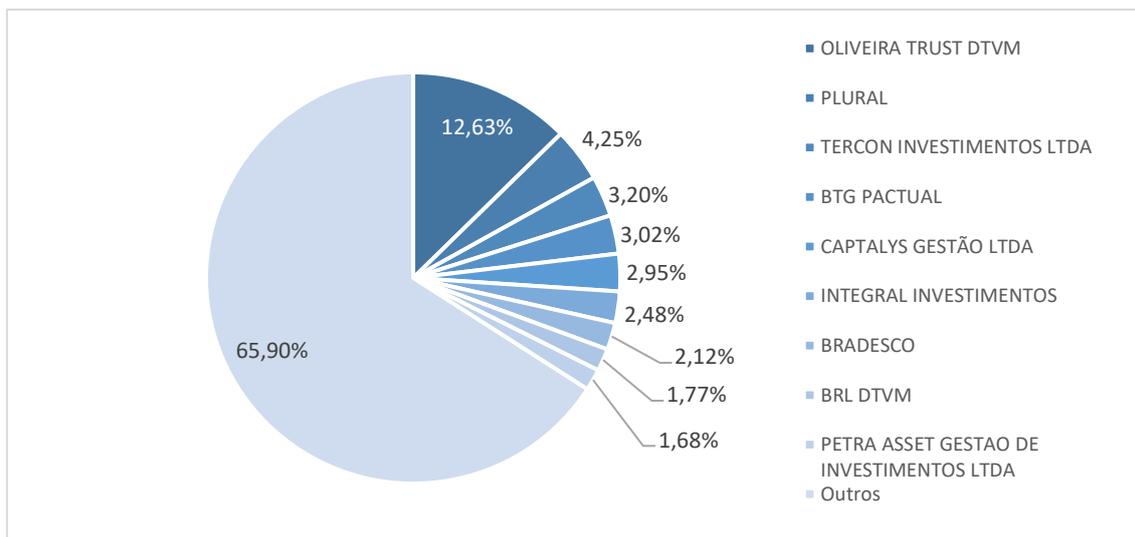
Tanto os dados extraídos do Ranking de Gestora e Ranking de Administradores (ANBIMA, 2022a) colocam a BB DTVM S.A. como a maior Administradora e maior Gestora de FIDC com patrimônio líquido de R\$101 bilhões, fato que se deve ao FIDC NP DO SISTEMA PETROBRAS. Abaixo, podem ser vistos os gráficos de participação por Gestora e por Administradora excluía a participação dos prestadores de serviço desse fundo, mostrando que o mercado possui uma maior pulverização entre os prestadores de serviço e uma dinâmica competitiva mais acirrada.

Gráfico 10: Ranking de Administrador de FIDC por Patrimônio Líquido em percentual do total excluía a participação do BB DTVM S.A.



Fonte: ANBIMA, 2022a. Elaboração própria.

Gráfico 11: Ranking de Gestores de FIDC por Patrimônio Líquido em percentual do total excluía a participação do BB DTVM S.A.



Fonte: ANBIMA, 2022a. Elaboração própria.

4. Considerações Finais

O objetivo desse trabalho é compreender a estrutura de um fundo de investimento em direitos creditórios e expor um panorama do mercado de FIDCs no Brasil, contendo uma visão das principais empresas e fundos que fazem parte desse nicho. Sobre o primeiro ponto, o referencial teórico foi capaz de suprir o objetivo, conceituando a origem da securitização, os direitos creditórios, os tipos de FIDC e os participantes do fluxo de estruturação. Sobre o segundo ponto, o panorama concentrou-se em trazer inicialmente os dados sobre o estado da indústria, bem como o seu crescimento e, depois, os seus principais prestadores de serviço com a participação de mercado de cada um deles.

Desde 2001, com a criação dos FIDCs, o mercado de crédito ganhou um meio de desintermediação bancária que é capaz de conceder ao mercado financeiro uma grande flexibilidade, que amadurece não apenas em volume de operações, mas também em diversificação de lastro, que pode ser visto pela captação líquida positiva ininterrupta na classe “Outros” nos últimos 12 meses.

Além disso, apesar do grande crescimento do mercado de FIDCs, ainda pode ser verificada uma participação muito relevante de apenas um fundo, o FIDC-NP do Sistema Petrobras, que possui 30,03% da totalidade do patrimônio líquido da indústria de fundos de investimento em direitos creditórios. Esse fundo tem grande relevância não apenas no volume total da indústria, como em sua

captação líquida, visto que emissões ou amortizações de cotas afetam diretamente nos números totais mensais.

Dentre os gestores e administradores, percebe-se uma dinâmica competitiva saudável, mesmo quando considerados os prestadores de serviço do FIDC-NP do Sistema Petrobrás. O valor do Índice de Herfindahl abaixo de 1500 em todos os cenários comprova numericamente que não pode ser verificado o comportamento de um mercado cuja competição é disfuncional.

Diante disso, esse trabalho oferece uma contribuição importante ao reunir os conceitos, as regulações e instruções em um contexto de modernização e fortalecimento da indústria de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Como sugestão de continuidade e aprofundamento do que foi exposto, caberia uma análise sobre os métodos de precificação dos títulos que compõe o ativo de um FIDC ou o desenvolvimento de uma ferramenta de análise de FIDCs sob a ótica do investidor.

5. Referências

ANBIMA. **Fundo de Investimento em Direitos Creditórios**, 2015.

_____. **Diretrizes do Código de Administração de Recursos de Terceiros**, 2019a.

_____. **Perguntas e respostas: Código De Distribuição De Produtos De Investimento**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2019b.

_____. **Estatísticas e Rankings ANBIMA**, 2022a. Estatísticas de fundos de investimento. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/informar.htm. Acesso em: 13 jun. 2022.

_____. **Código de Distribuição de Produtos de Investimento**, 2022b.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que é agência de fomento?** 2022. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fcomposicao%2Fagencia_fomento.asp. Acesso em: 10 jul. 2022.

_____. **Resolução nº 4373**, de 29 de setembro de 2014. Dispõe Sobre Aplicações de Investidor Não Residente no Brasil nos Mercados Financeiro e de Capitais no País e Dá Outras Providências. Brasil, 2014. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48650/Res_4373_v2_L.pdf. Acesso em: 30/06/2022.

BB DTVM S.A. **Informativo Mensal**: fundo de investimento em direitos creditórios não-padronizados do sistema petrobras. Fundo de Investimento em

Direitos Creditórios Não-Padronizados do Sistema Petrobras. 2022. Disponível em: https://www.bb.com.br/docs/porta1/dtvm/Informe_Anbima_Petro.pdf. Acesso em: 17 jun. 2022.

BRASIL. **Lei Federal nº 9.718**, de 27 de novembro de 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9718.htm. Acesso em: 10/07/2022.

BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de crédito**. 10ª edição. Atlas. 1994.

Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento, n. 8, 2015, São Paulo. **Inovar e crescer num ambiente em mudança**, São Paulo, 2015

CONSELHO DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO (São Paulo). ANBIMA. **DELIBERAÇÃO Nº 72**. Aprovar a segregação da classificação ANBIMA dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ("FIDC") da classificação ANBIMA de Fundos de Investimento, que passará a vigorar em diretrizes próprias. São Paulo, 17 dez. 2015.

CVM. **Instrução normativa 356**, 2001. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html> Acesso em: 26/10/2021.

_____. **Instrução normativa 444**, 2006. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst444.html> Acesso em: 10/06/2022.

_____. **Instrução normativa 489**, 2011. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst489.html> Acesso em: 08/07/2021.

_____. **Instrução normativa 555**, 2014. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html> Acesso em: 31/07/2021.

_____. **Fundos de investimento**. 3. ed. Rio de Janeiro, 2016.

_____. **Resolução 30**, 2021. Disponível em:
<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>> Acesso em:
17/07/2022.

_____. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro:
Comissão de Valores Mobiliários, 2019.

DONINI, Antonio Carlos. **Factoring**: De acordo com o novo Código Civil (Lei nº
10.406, de 10.01.2002). Rio de Janeiro: Forense, 2002.

DUARTE, Luciano; NABARRO, Wagner. Círculos financeiros e circuito do
petróleo: instrumentos financeiros para investimento em atividades e
fornecedores da Petrobras. **GEOUSP**, v. 25, 2021.

FABOZZI, FRANK J. et al. **Introduction to structured finance**. John Wiley
Trade, New Jersey, 2006.

FAGUNDES, João Paulo. Os fundos de investimento em direitos creditórios à luz
das alterações promovidas pela instrução CVM 393. **Revista de Direito
Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro**, v.132, p.100, 2016.

FRANK, ROBERT H.; BERNANKE, BEN S. **Princípios de economia**. AMGH
Editora, 2012.

GOBETI, Bruno Cesar. **Securitização de direitos creditórios não
performados nos fundos de investimento em direitos creditórios: FIDC**.
Monografia (Pós-graduação em Direito), Instituto de Ensino e Pesquisa, São
Paulo, 2016.

KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (Ed.). **A primer on securitization**.
MIT press, 2000.

LEITE, Luiz Lemos. **Factoring no Brasil**. 11. ed., São Paulo: Atlas S.A., 2007.

NETO, Lucas de Lima. **Securitização de ativos**: iniciando a exploração da nova fronteira. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas), Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2007.

PETROBRAS. **Demonstrações Financeiras Intermediárias em 31 de março de 2022**. Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <<https://www.investidorpetrobras.com.br/resultados-e-comunicados/central-de-resultados/>>. Acesso em: 17/07/2022.

PINHEIRO, F. A. P.; SAVOIA, J.R.F. **Securitização dos Recebíveis - Análise dos Riscos Inerentes**, Revista Brasileira de Finanças. Vol. 7, No. 3, 2009.

RECEITA FEDERAL BRASILEIRA. **Instrução Normativa RFB nº 1585**, de 31 de agosto de 2015. Dispõe sobre o imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiro e de capitais, 2015. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=67494&visao=anotado>>. Acesso em: 26/10/2021.

ROCCA, C.A. **Mercado de capitais eficiente**: condição para o crescimento sustentado. Instituto Nacional de Altos Estudos, XVI Fórum Nacional Economia do Conhecimento, Crescimento Sustentado e Inclusão Social, Estudo de pesquisas nº 67, Rio de Janeiro, 2004.

SANTANA, Rogério de Araujo. **O fundo de investimento em direitos creditórios como alternativa de financiamento**: 2001 - 2005. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2006.

SILVA, Ricardo Maia da et al. **Securitização de recebíveis**: uma visão sobre o mercado dos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), Dissertação

(Mestrado em Engenharia de Produção), Universidade Federal Fluminense, Volta Redonda, 2010.

U.S. Department of Justice. **Horizontal Merger Guidelines**, 2010. Disponível em: <https://www.justice.gov/atr/horizontal-merger-guidelines-08192010#5c>. Acesso em: 29 jul. 2022.