

Carta Trimestral de Gestão
Crédito Privado | BRZ Investimentos
FIDCs Multicedente Multisacado



Introdução

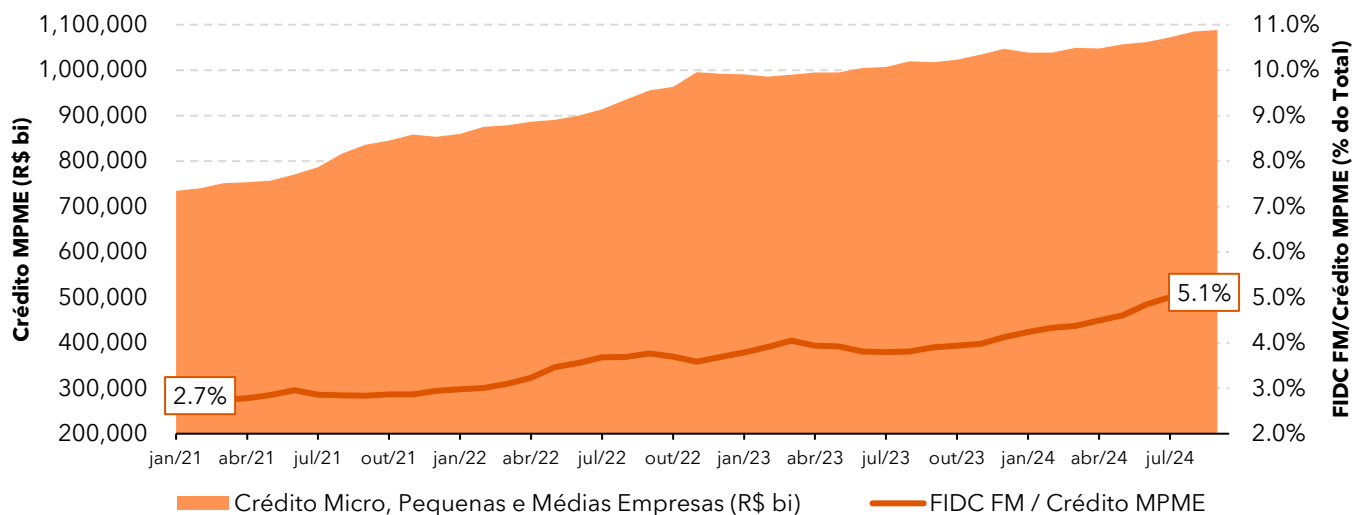
Em linha com as últimas **cartas trimestrais de crédito da BRZ** “2T24 – O Mercado de FIDCs” e “3T24 – Crédito Consignado Público”, esta carta tem como tema principal os FIDCs, em especial um segmento que tem apresentado crescimento relevante, os “Multicedente Multisacado”.

Sob a classificação de “Fomento Mercantil” na Anbima, esse segmento já soma **mais de R\$56 bilhões** em Patrimônio Líquido e tem como foco o **financiamento de empresas de pequeno e médio porte**, adquirindo duplicatas, recebíveis e outros títulos de crédito advindos de relações comerciais entre diversas companhias.

Desde janeiro de 2023, o patrimônio desses fundos cresceu **cerca de 50%**, sustentado pela demanda dos investidores por esses ativos, que possuem (i) retornos atrativos, na média superiores aos do mercado de debêntures e letras financeiras, (ii) um arcabouço regulatório cada vez mais robusto, e (iii) mecanismos de proteção importantes, como a pulverização, colateralização e subordinação dos cotistas seniores, em especial nos fundos geridos e estruturados por prestadores de serviço com experiência no setor. Outro fator que impulsiona a classe é a **demandas das pequenas e médias empresas por crédito**, uma vez que o mercado ainda é concentrado e os FIDCs oferecem agilidade em relação a bancos.

Crédito
Jaime Rangel (Sócio)
Ronaldo Candiev, CFA (Sócio)
Nicole Kuhn
Luiz Silveira
Paulo Brugognolle
Reinaldo Kramer
Institucional
Ricardo Propheta (Sócio/CEO)
Ronaldo Hirata (Sócio/CFO)
Estruturação
Roberto Suarez (Sócio)
Brunno Vergamini

Crédito a Micro, Pequenas e Médias Empresas (R\$ bi) vs FIDCs Fomento Mercantil



Fontes: Estatísticas do Banco Central, Boletim Fundos ANBIMA. “MPME” são aquelas com faturamento de até R\$300 mi/ano ou ativo total de até R\$240 mi;

Principais Contribuições dos FIDCs Multicedente Multisacado

Alívio ao Capital de Giro de PMEs. Considerando o menor acesso a capital e a posição competitiva muitas vezes desfavorecida dessas empresas, o financiamento ao capital de giro garante fôlego para a sua continuidade operacional.

Cobrança Especializada. Ao transferir a atividade de cobrança da própria companhia para consultorias externas, muitas vezes é possível reduzir o nível de inadimplência, além de desonerar os empreendedores para focar em suas atividades principais.

Desconcentração Bancária. A expansão dos FIDCs Multicedente Multisacado garante novas fontes de financiamento para PMEs, diversificando as fontes de financiamento e muitas vezes garantindo mais agilidade em relação ao mercado bancário tradicional.

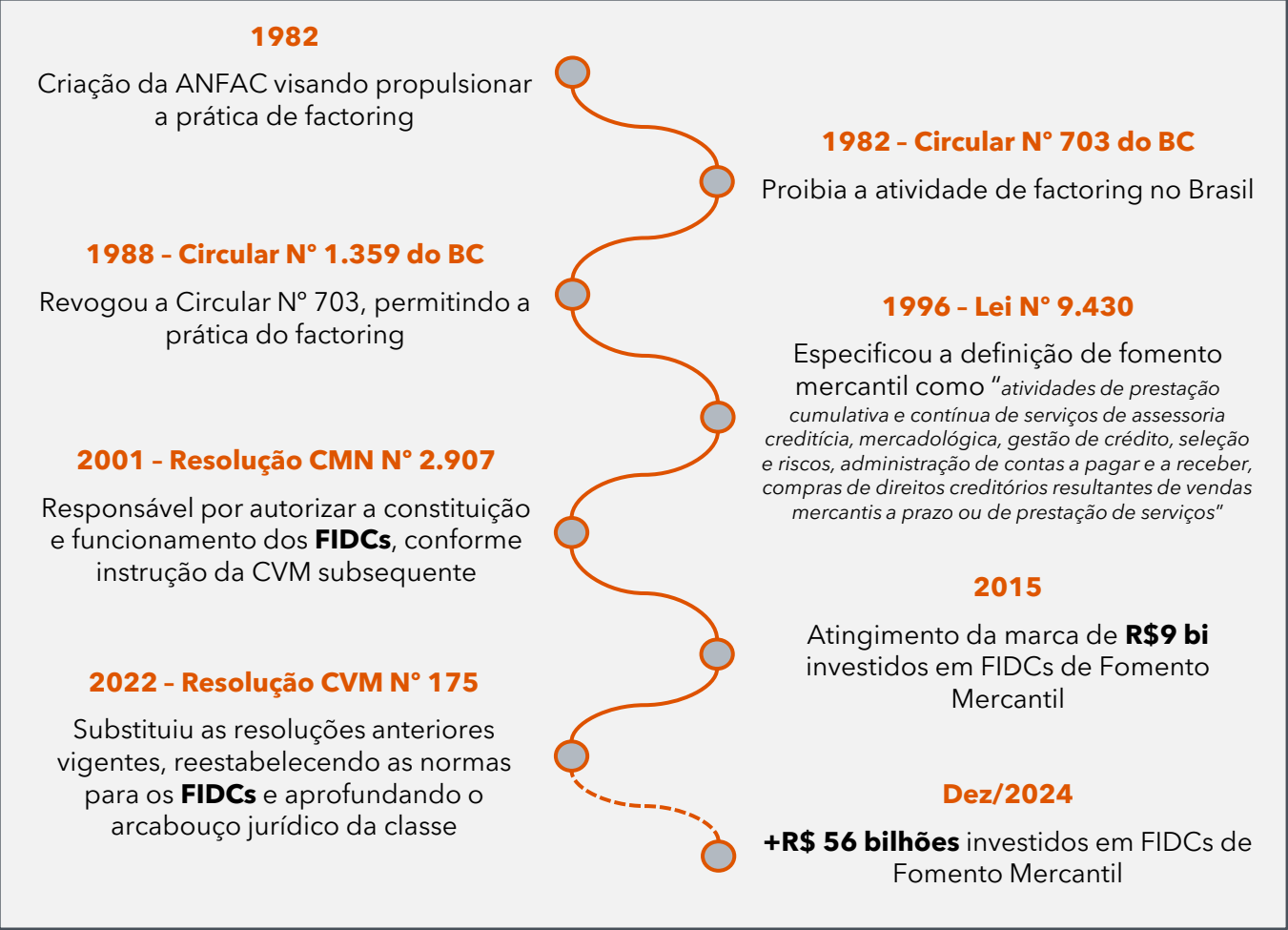
Histórico

Com raízes históricas que remontam a tempos distantes, os agentes de fomento mercantil quase sempre estiveram presentes na Economia. No Império Romano, por exemplo, os “factors” eram intermediários das operações comerciais, que financiavam e mitigavam riscos da transações por meio da guarda e transporte de mercadorias, prática que evoluiu durante a idade Média e desempenhou papel importante em diversos eventos históricos, como as Grandes Navegações, até a consolidação das empresas de factoring nos EUA durante o século XIX, em especial na indústria têxtil. De forma geral, esses agentes intermediários sempre permearam as relações comerciais de modo a **facilitar a execução dos negócios** e **fornecer soluções de crédito** quando necessário.

No Brasil, que assim como esses outros mercados também contou com o suporte de intermediários comerciais, a criação da ANFAC (Associação Nacional de Factoring) em 1982 formalizou essa prática na contemporaneidade, bem como regulações posteriores do Banco Central. O cenário de alta inflação e mais **desafios econômicos** estimulou essas operações, uma vez que a atuação desses agentes teve papel importante na diversificação das fontes de financiamento dos pequenos negócios, que de forma geral são mais impactados por turbulências econômicas.

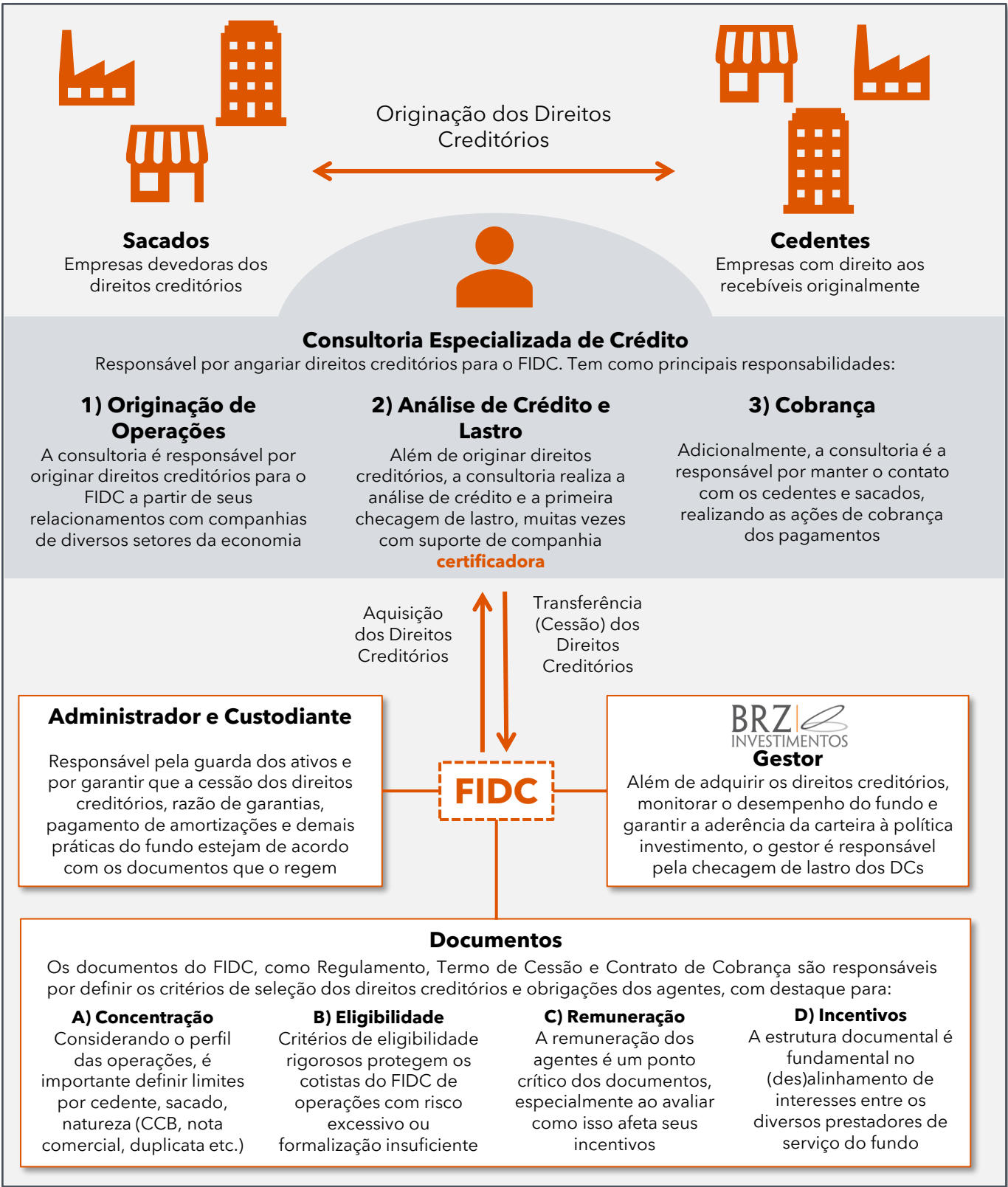
Com a evolução do mercado, muitas das antigas empresas de factoring aproveitaram o **surgimento dos FIDCs** para **securitizarem as operações de fomento mercantil** em direitos creditórios cedidos aos fundos, que por sua vez **ampliaram o acesso a capital** para essas operações, além de elevar o seu nível de robustez, formalização e governança por meio de veículos de investimento supervisionados pela CVM.

Linha do Tempo do Fomento Mercantil no Brasil



Estrutura de um FIDC Multicedente Multisacado

As estruturas dos FIDCs Multicedente Multisacado possuem alta variedade e configurações únicas a depender dos originadores e gestores de cada fundo. Abaixo, apresentamos um modelo abrangente que exemplifica o funcionamento de grande parte dos FIDCs neste mercado.



O Papel da Originadora

Como demonstrado no fluxograma, o papel da Consultoria Especializada de Crédito, originadora dos direitos creditórios do FIDC, é **fundamental dentro da estrutura**.

Consultoria Especializada



Time Comercial



Time de Análise



Time de Cobrança



Times de Suporte



Etapas de Atuação da Consultoria

1 **Prospecção**

O time comercial da consultoria de crédito é formado por gerentes, responsáveis por estabelecer e manter relações com possíveis clientes, a partir das quais se originam as oportunidades de investimento



2 **Análise de Crédito e Checagem de Lastro**

Prospectadas as operações, a consultoria promove a avaliação de crédito e das condições da operação, além de checar a validade dos direitos creditórios, muitas vezes com auxílio das companhias **certificadoras**

3 **Comitê de Crédito Interno**

Realizada a análise, esta é submetida ao comitê de crédito da própria consultoria, que avalia os resultados e eventualmente solicita informações adicionais, podendo reprovar a operação



4 **Comitê de Crédito Externo**

Em seguida, realiza-se um comitê entre o time de análise da consultoria e da gestora do fundo para que o caso seja aprovado pelas duas equipes. Desse modo, cria-se um mecanismo de "double-check" para aspectos importantes da operação, como (i) *background check*, (ii) checagem de lastro e prevenção a fraudes, (iii) análise financeira e do modelo de negócios das empresas e (iv) estrutura de garantias. Caso se aprove a operação, é definido um **limite de exposição** máximo.



5 **Cobrança e Monitoramento da Carteira**

Depois de estabelecidas as operações, o time de cobrança da consultoria fica responsável por contabilizar os pagamentos e atuar na renegociação, cobrança extrajudicial ou judicial caso haja inadimplências. Adicionalmente, é importante a condução de **comitês de atribuição de performance pelo gestor** para guiar as decisões estratégicas envolvendo originação e cobrança.



Lastro e Estruturação das Operações

Além dos prestadores de serviço, é fundamental se atentar às operações presentes no fundo:

A	Direitos Creditórios Performados	X	Direitos Creditórios a Performar
	Advêm daquelas operações onde o serviço/produto já foi entregue , de modo que o pagamento não dependa mais de uma ação do cedente da operação. Nesse sentido, é possível realizar uma “true sale” do recebível, quando o risco de recebimento fica 100% ligado à companhia que adquiriu o produto ou serviço.		Advêm daquelas operações ainda pendentes da prestação do serviço ou entrega do produto , de modo que o recebimento ainda dependa de uma ação do cedente da operação. Nesse caso, é muito difícil realizar uma operação que seja completamente dissociada do risco de execução do cedente.

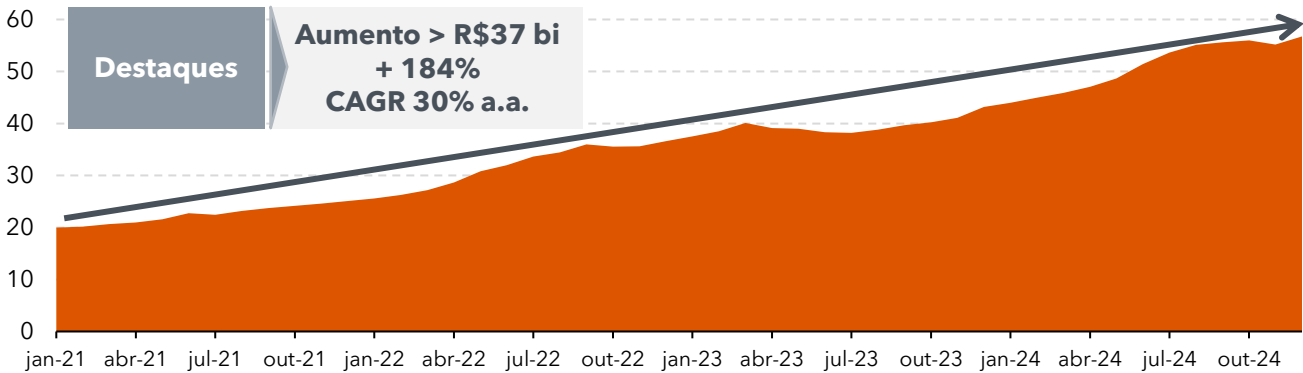
B	Principais Modalidades de Direitos Creditórios
Duplicatas	As duplicatas são originadas de operações de venda a prazo, consistindo nas “contas a receber” das companhias. O desconto de duplicatas por parte dos FIDCs se caracteriza como uma operação de financiamento ao capital de giro das empresas responsáveis pela prestação do serviço/venda do produto, assumindo o risco de crédito do beneficiário do serviço/comprador do produto.
CCBs	As cédulas de crédito bancário são instrumentos financeiros abrangentes, que podem ser adquiridos por FIDCs Multicedente Multisacado para ceder crédito aos sacados de forma mais abrangente. Uma vez que necessitam de instituições financeiras (agentes bancarizadores), seu grau de formalização é considerado adequado, apesar de ensejar custos de emissão.
Notas Comerciais	As notas comerciais são instrumentos financeiros emitidos pelas próprias empresas, e não necessitam de um agente bancarizador como as CCBs, o que pode tornar o processo de emissão mais ágil, mas implica um grau menor de formalização desses direitos creditórios. Sendo assim, é importante checar a robustez das garantias e cláusulas estabelecidas, conforme será discutido adiante.
Contratos Mercantis	Os contratos mercantis formalizam a transferência de bens ou serviços entre empresas. A formalização desses documentos pode ter diferentes graus: um contrato de <i>take-or-pay</i> com uma grande companhia tende a ter menos risco de crédito e maior segurança jurídica do que um contrato a performar com uma companhia de pequeno porte, por exemplo.

C	Colateralização
	A exigência de garantias é um dos meios mais utilizados para mitigar os danos de possíveis inadimplências por parte dos devedores, possuindo diversas naturezas: ✓ Garantial Real: Esse tipo de garantia, constituída usualmente por cessão ou alienação fiduciária de ativos (bens ou direitos) do devedor, pode ser representada por imóveis, instalações, equipamentos, recebíveis, entre outras. ✓ Garantia Fidejussória: Sob o formato de avais, fianças ou coobrigação, a garantia fidejussória é utilizada nas operações para reduzir o risco de crédito ao credor, atrelando a obrigação de pagamento aos controladores ou cedentes. Formalização. Além de entender a natureza das garantias, talvez o mais importante é garantir a robustez e possibilidade de execução em caso de inadimplência.

D	Fluxo de Pagamento
	Outro quesito fundamental na análise dos FIDCs e suas operações é o entendimento acerca do fluxo de pagamento: Risco de Fungibilidade Anuência do Sacado com Pagamento ao Fundo: Nesse cenário, os devedores das operações acatam a cessão do recebível ao FIDC e pagam diretamente na sua conta, via boleto ou transferência. Para anuência, usualmente utiliza-se o Manifesto do Destinatário para confirmar a origem do DC. Anuência do Sacado com Conta Vinculada: Nesse caso, o devedor acata a cessão mas paga em conta vinculada (“Escrow”) do cedente, para que seja transferido ao FIDC. Operações Comissárias com Conta Vinculada: As operações comissárias são aquelas que não possuem anuência do sacado. Nesse caso, o pagamento em conta vinculada mitiga parcialmente o risco. Operações Comissárias sem Conta Vinculada: Nesse último modelo, o pagamento ao FIDC fica 100% a critério do cedente, que recebe o pagamento do sacado em conta própria e fique responsável por fazer o repasse, prejudicando a capacidade de conciliação exata do fluxo.

Visão Prospectiva

Patrimônio Líquido de FIDCs Fomento Mercantil (R\$ bi)



Fonte: Boletim Fundos ANBIMA.

Conforme descrito ao longo desta carta, o advento dos FIDCs em 2001 foi uma adição transformadora para o segmento de Fomento Mercantil, responsável por diversificar **as fontes de financiamento para pequenas e médias empresas**, que respondem por **mais de 50% dos empregos** com carteira assinada do setor privado (Serasa Experian). Uma vez que o ativo subjacente dos FIDCs Multicedente Multisacado consiste principalmente em duplicatas e demais títulos de crédito firmados a partir de relações comerciais existentes entre essas empresas, tal segmento está intrinsecamente ligado ao aquecimento da **atividade econômica do país**.

Nesse sentido, a evolução dos FIDCs Multicedente Multisacado tem sido fundamental para o aumento da competição e agilidade no mercado de crédito brasileiro, que vive um processo gradual de **desconcentração bancária**, apesar de ainda estar longe de níveis de diversificação experienciados em mercados desenvolvidos. Nos Estados Unidos, por exemplo, a dívida securitizada chega a representar mais de **30% do mercado de crédito**, enquanto no Brasil os FIDCs respondem por volume **pouco superior a 6%**, evidenciando a grande avenida de crescimento para esse setor no país. Alguns dos fatores que podem propulsionar tal crescimento são:

- i) Arcabouço Regulatório.** Com a Resolução CVM Nº 175, o nível de responsabilidade exigido dos prestadores de serviço dos FIDCs foi elevado, além de haver melhor definição do seu escopo de atuação. Um destrave importante foi a permissão para investidores público em geral acessarem FIDCs, o que deve aumentar o universo de investidores desses produtos ao longo dos próximos anos.
- ii) Amadurecimento do Mercado Secundário.** Como ocorrido no mercado de debêntures ao longo da última década, o desenvolvimento de um mercado secundário de FIDCs robusto deve permitir aos investidores dessa classe maior flexibilidade e reduzir o prêmio de liquidez embutido em tais ativos.
- iii) Companhias Certificadoras.** A criação e expansão dessas entidades, trazendo a possibilidade de elaboração de uma base ou ambiente comum de registro e checagem dos direitos creditórios, é um fator que deve reduzir cada vez mais os riscos relacionados à validação do lastro e fraude em FIDCs.

Levando em consideração os pontos acima, além de avanços adicionais, como a tokenização de ativos, que pode revolucionar o processo de cessão de direitos creditórios, a **visão da BRZ para a classe é construtiva**, sempre com foco em produtos que possuam **prestadores de serviço com histórico comprovado** e estruturas robustas que garantam diversas camadas de proteção aos cotistas.

Com atuação no mercado de FIDCs desde 2008, a BRZ atualmente é gestora de dois mandatos Multicedente Multisacado, somando aproximadamente **R\$200 milhões** geridos nessa estratégia:

FIDCs Multicedente Multisacado BRZ	PL (Dez/24)	Início	Rating Sênior	Taxa Sênior (% a.a.)	Taxa Mezanino (% a.a.)	Subordinação Mín. Sênior / Mezanino
FIDC Bex	R\$83,4 mi	Jul/2022	br.A (Austin)	CDI + 4,0%	CDI + 6,0%	40% / 20%
FIDC Yaaleh	R\$131,5 mi	Dez/2020	br.A- (Austin)	CDI + 4,5%	CDI + 6,5%	35% / 20%

Disclaimer

Este documento foi elaborado pela BRZ Investimentos com o propósito exclusivo de fornecer informações relevantes aos seus investidores. As opiniões e conjecturas aqui previstas, de caráter meramente informativo, representam a melhor posição da BRZ Investimentos na data de sua produção.

A BRZ Investimentos não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste informe são de caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos, não devendo ser utilizadas com este propósito.

A BRZ Investimentos, seus sócios e funcionários isentam-se de responsabilidade por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente da utilização das informações contidas neste informe. Nenhuma informação contida neste informe constitui uma solicitação, material promocional ou publicitário, oferta ou recomendação para compra ou venda de quotas de fundos de investimento, ou de quaisquer outros valores mobiliários. Este documento não é direcionado para quem se encontra proibido por lei para acessar as informações nele contidas, as quais não devem ser usadas de qualquer forma contrária à qualquer lei de qualquer jurisdição.

Embora todos os esforços tenham sido empregados para assegurar a precisão e integridade das informações e projeções aqui contidas, a BRZ Investimentos não se responsabiliza por qualquer inexatidão, omissão, distorção ou não-concretização que possa ocorrer. Além disso, a BRZ Investimentos não se responsabiliza por quaisquer consequências decorrentes da utilização destas informações e/ou projeções para tomada de decisões de investimento, reforçando que o desempenho passado não representa garantia de resultados futuros. Este disclaimer deve ser interpretado em conformidade com as leis e regulamentações vigentes.