



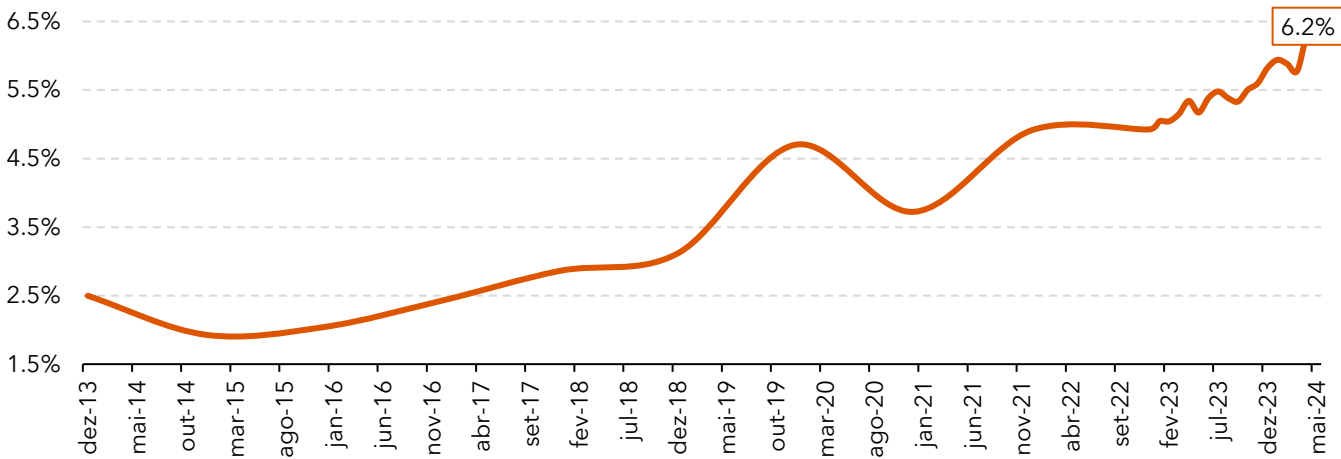
Introdução

O mercado de crédito brasileiro é conhecido pela sua concentração nas 5 maiores instituições financeiras do país, que somam quase **70% do seu volume total**. Nesse sentido, o mercado de capitais tem exercido um papel relevante na desconcentração do segmento de crédito, que ocorre mais intensamente desde o final da década passada.

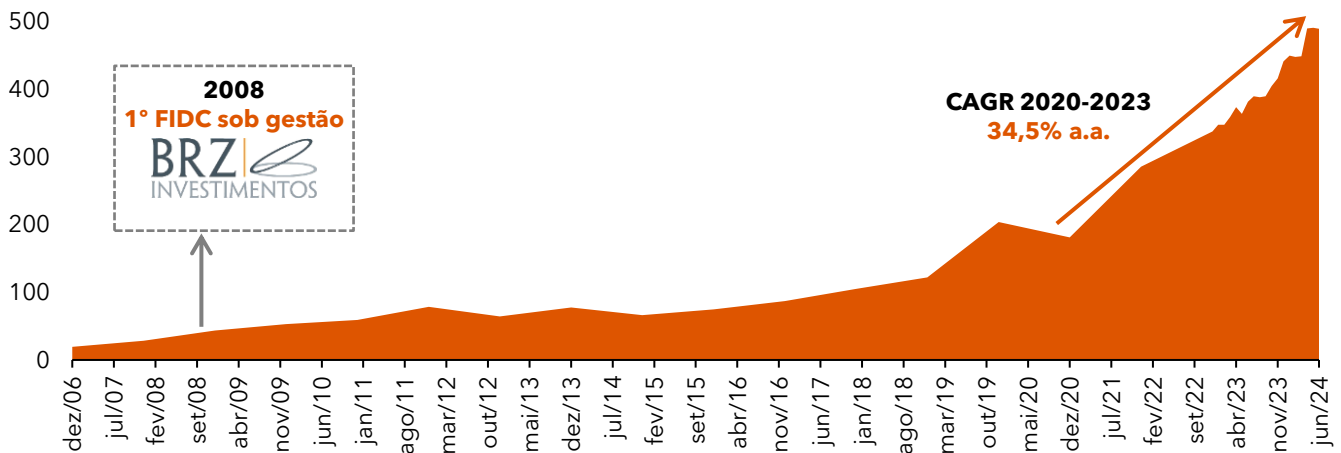
Em meio a esse processo, as diversas modalidades de FIDCs surgem como **soluções de securitização importantes** para demandas latentes no mercado de crédito, como antecipação de recebíveis, otimização do ciclo de caixa de fornecedores, ampliação do crédito consignado privado e público, maior oferecimento de crédito para empresas *middle market*, entre outros. O crescimento vertiginoso do patrimônio dessa classe, que já representa **cerca de 6% do mercado de crédito privado doméstico** segundo dados da Anbima e Banco Central, demonstra como ela surgiu para atender a essas demandas específicas por financiamento em subsetores da economia, com margem para crescimento adicional, já que em mercados desenvolvidos o crédito securitizado chega a representar **mais de 30% do crédito privado total**. Nesse sentido, este estudo propõe-se a discorrer sobre as estruturas dos FIDCs, seu arcabouço jurídico, pontos de atenção na avaliação desses produtos e ponderar acerca do histórico e futuro desse mercado.

Institucional
Ricardo Propheta (Sócio/CEO)
Ronaldo Hirata (Sócio/CFO)
Crédito
Jaime Rangel (Sócio)
Bruno Konishi (Sócio)
Ronaldo Candiev, CFA (Sócio)
Nicole Kuhn
Paulo Brugognolle
Lucas Maeda
Estruturação
Roberto Suarez (Sócio)
Brunno Vergamini

Penetração dos FIDCs no Mercado de Crédito Privado Doméstico (%)



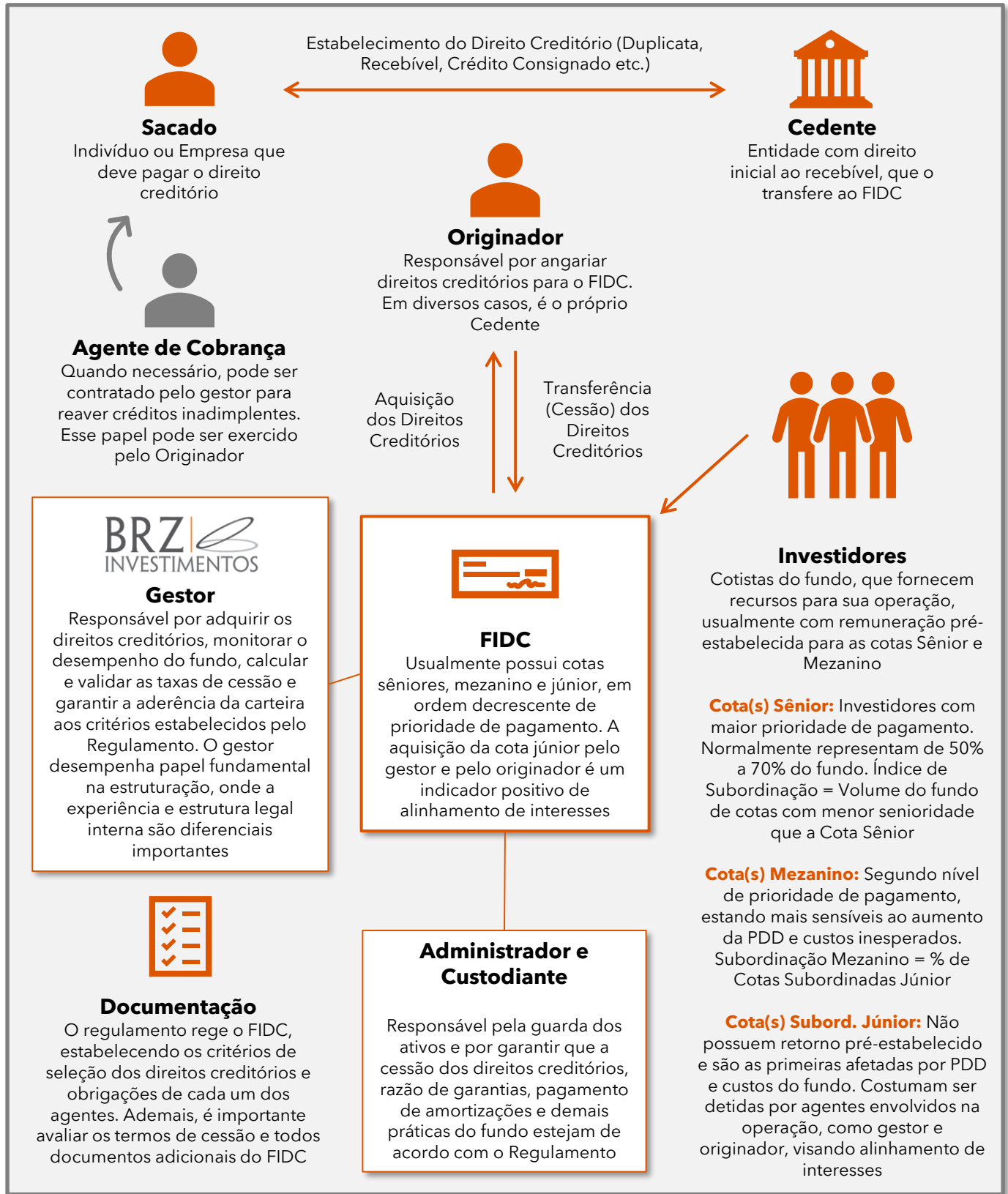
Patrimônio Líquido da Indústria de FIDCs (R\$ bi)



Fonte: Boletim de Fundos de Investimento - Anbima, Estatísticas Monetárias e de Crédito - Banco Central. Dados referentes a junho/2024.

FIDC - Estrutura Genérica

A estrutura possui importância fundamental na avaliação de FIDCs, uma vez que os principais benefícios são explorados e os riscos mitigados por meio de um conjunto de **documentos, termos e prestadores de serviço** que promovam uma operação robusta e incentivos positivos no fundo.

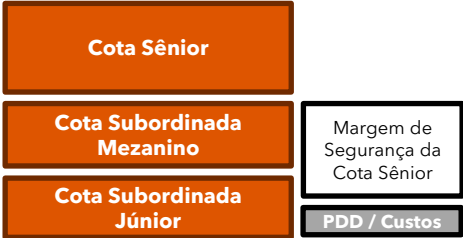


FIDCs - Principais Características

Aspectos Importantes na Avaliação de FIDCs

Entre os principais pontos de atenção na análise de FIDCs, destacam-se:

1. Subordinação. A estrutura estratificada do passivo dos FIDCs faz com que os credores com maior nível de senioridade tenham prioridade no recebimento da sua remuneração pré-definida caso a inadimplência ou custos inesperados afetem a carteira de recebíveis. Desse modo, o grau de subordinação é um ponto fundamental, especialmente quando a inadimplência é alta.



2. Documentação. O regulamento e demais documentos dos FIDCs, quando bem redigidos, oferecem proteções importantes aos cotistas, como taxas mínimas de cessão, que visam garantir o equilíbrio econômico da estrutura, limites de concentração por cedente ou sacado, entre outras. Além disso, os Eventos de Avaliação e mecanismos de Amortização Acelerada permitem aos cotistas receberem os valores devidos mais rapidamente ou com termos mais favoráveis caso o cenário realizado difira daquele esperado inicialmente.

3. Alinhamento de Interesses e Prestadores de Serviço. Um dos benefícios mais relevantes dos FIDCs bem estruturados é o alinhamento de interesses entre os agentes, por meio de normas de remuneração adequadas. Quando originador e gestor possuem parte relevante de sua remuneração vinculada ao retorno da cota júnior, eles têm maior incentivo a controlar o risco da carteira, pois são os primeiros atingidos por um aumento de inadimplência, por exemplo. Além disso, dada a complexidade operacional dos FIDCs, é essencial contar com prestadores de serviço capacitados e experientes para evitar erros operacionais.

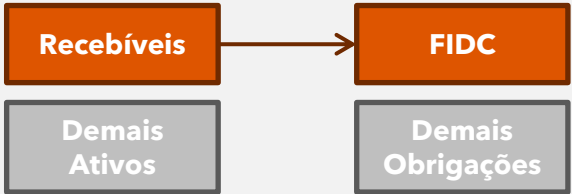


4. Originação e Qualidade dos Direitos Creditórios. Além da avaliação da estrutura do fundo, é importante se certificar que os direitos creditórios adquiridos atendam critérios de formalização e qualidade de crédito. Entre eles, destacam-se a necessidade de haver sistemas de prevenção a fraudes e checagem do lastro das operações, garantindo que os direitos creditórios sejam legítimos, que o acesso às garantias, quando existirem, seja exequível de forma legal, entre outros aspectos importantes.

Risco Corporativo x Risco do Direito Creditório

- Nas operações de securitização, uma **"true sale"** é caracterizada pela desvinculação do risco de crédito do direito creditório do seu cedente ou originador. Dessa forma, esse risco fica restrito ao sacado (devedor) e à estrutura de garantias.
- Aproveitando-se dessa natureza de operação, muitas empresas cujo risco corporativo supera o risco da sua carteira de recebíveis estruturam FIDCs para financiar seu capital de giro.

True Sale de Duplicatas a Receber



Em uma operação *true sale*, mesmo que a companhia passe por *stress financeiro*, os recebíveis adquiridos pelo FIDC, quando a documentação e estrutura legal são bem elaboradas, não são afetados por processos de RJ ou REJ.

FIDCs - Classificações

Classificação dos FIDCs por Tipo

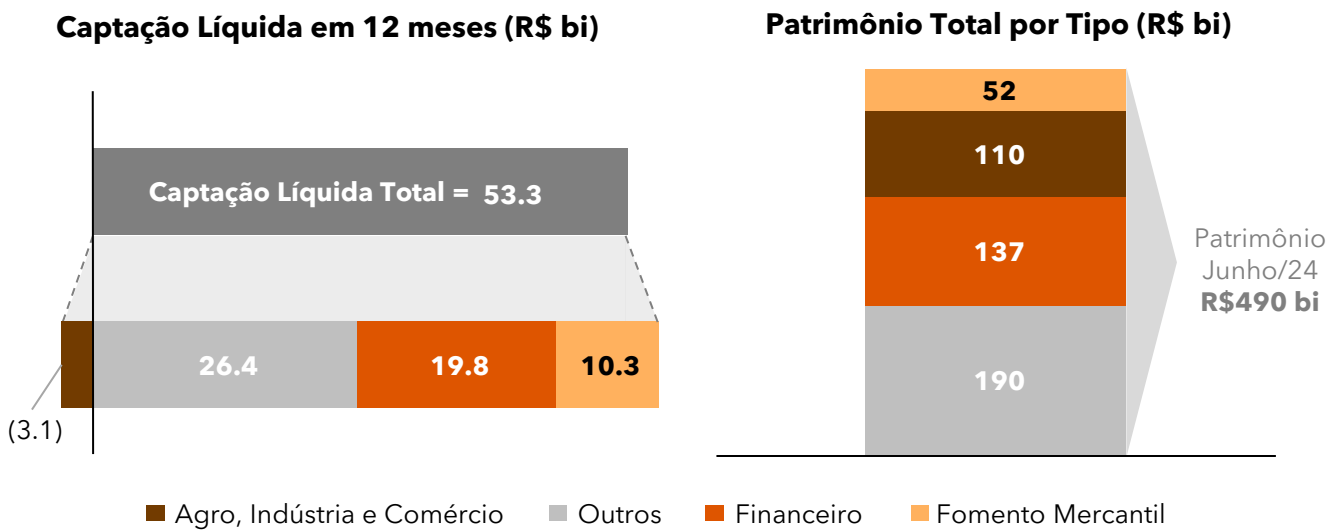
Apesar de se tratar de uma única classe de fundos, o espectro de possibilidades e estratégias dentro do universo de FIDCs é extenso. As classificações utilizadas pela Anbima, segundo as Regras e Procedimentos de Administração e Gestão de Recursos de Terceiros, são:

Fomento Mercantil. Classificação destinada aos FIDCs "Multicedente Multisacado", cujo nome é autoexplicativo, pois contam com diversos cedentes e diversos sacados. Para esse tipo de fundo, é essencial conhecer a qualidade da carteira de crédito por meio de relatórios de Aging List e histórico de inadimplência. Além disso, é essencial entender o processo de originação e os limites estabelecidos dentro do fundo, com destaque para concentração por cedentes e sacados, taxas mínimas de cessão, nível de subordinação, tipo de lastro e processo de aprovação dos créditos.

Financeiro. Existem 5 subdivisões de FIDCs Financeiros: (i) Crédito Imobiliário, investindo em direitos creditórios atrelados a financiamentos imobiliários; (ii) Crédito Consignado, focados em recebíveis de operações de crédito consignado, seja ele público ou privado; (iii) Crédito Pessoal, não relacionado aos setores de veículos ou imobiliário; (iv) Financiamento de Veículos, investindo em operações lastreadas em leasing e financiamento de veículos; e (v) Multicarteira Financeiro, investindo em duas ou mais das subdivisões acima. Por óbvio, cada uma dessas classes tem suas especificidades, com detalhes suficientes para estudos específicos no futuro sobre cada uma.

Agro, Indústria e Comércio. Assim como FIDCs Financeiros, existem 5 subdivisões de FIDCs "Agro, Indústria e Comércio": (i) Infraestrutura, investindo em recebíveis originários de operações dos setores classificados como Infraestrutura; (ii) Recebíveis Comerciais, focados em recebíveis lastreados em duplicatas, faturas de cartão de crédito e outras operações comerciais não bancárias; (iii) Crédito Corporativo, investindo em operações de crédito corporativo de empresas middle market ou de empresas cujo único devedor é uma pessoa jurídica ou grupo econômico (FIDC de Fornecedores, por exemplo); (iv) Agronegócio, focados em recebíveis originários de operações de financiamento relacionadas ao setor do agronegócio; e (v) Multicarteira Agro, Indústria e Comércio, investindo em duas ou mais das subdivisões acima.

Outros. As demais classificações de FIDCs são enquadradas nessa classe, com destaque para (i) Recuperação ou Non-Performing Loans, investindo em recebíveis em atraso ou inadimplentes, (ii) Poder Público, destinados a créditos decorrentes de receitas ou dívidas públicas originárias ou derivadas da União, Unidades Federativas e Municípios, ou (iii) Multicarteira Outros. Devido à sua vasta cobertura, é o segmento com maior patrimônio segundo a Anbima.



Fonte: Boletim de Fundos de Investimento, Anbima. Dados referentes a junho/2024.

FIDCs - Arcabouço Regulatório

Histórico de Regulações relacionadas aos FIDCs

Habilitados a operar inicialmente pela Resolução do CMN N° 2.907 de nov/2001, os principais marcos regulatórios envolvendo essa classe de fundos foram:

2001 - Resolução CMN N° 2.907

Responsável por autorizar a constituição e funcionamento dos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs), conforme instrução da CVM subsequente.

2002 - 2022

Período onde instruções adicionais da CVM aprimoraram o contexto regulatório de fundos.
Período de Consolidação do mercado de FIDCs.

2001 - Instrução CVM N° 356

Responsável por autorizar a constituição e funcionamento dos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs).

2022 - Resolução CVM N° 175

A Resolução CVM N° 175 substituiu as resoluções anteriores vigentes, reestabelecendo as normas para os FIDCs.

Essa última resolução, responsável por reestabelecer as normas de operação dos FIDCs, trouxe mudanças importantes para a classe. Entre elas, destacam-se:



Mudança de Responsabilidades. Com a CVM 175, o gestor do FIDC assume formalmente maior protagonismo e responsabilidades adicionais, como a validação dos direitos creditórios, elaboração de relatórios de performance, garantia da aderência à política de investimentos, o que inclui monitoramento dos índices de subordinação, checagem dos direitos creditórios, seu registro, formalização etc.



Introdução das Subclasses e Séries. A inclusão das subclasses substituiu a nomenclatura anterior de "classes de cotas", deixando mais clara a compartimentação do patrimônio líquido em subclasses das cotas seniores e subordinadas. Adicionalmente, a divisão dessas subclasses em séries permitiu a instituição de datas diferentes de integralização, amortização e remuneração.



Inclusão do Varejo. Uma das principais novidades trazidas pela CVM 175 para o mercado de FIDCs foi a inclusão dos investidores de varejo (público em geral) como potenciais investidores dos FIDCs. Visando evitar a adoção de riscos incongruentes com o perfil de risco da maioria desses investidores, a CVM instituiu regras mais rigorosas para os fundos com esse passivo, que serão discutidas a frente.

Direitos Creditórios Não-Padronizados (NP)

Na categoria de direitos creditórios não-padronizados, enquadram-se créditos inadimplentes, precatórios*, créditos de empresas em recuperação judicial ou extrajudicial, derivativos de direitos creditórios, entre outros. Dado seu perfil de risco, os fundos que permitem a aquisição desses ativos apresentam restrições de acesso aos investidores que não sejam profissionais.

*nos termos da Resolução CVM N° 175 alguns precatórios federais não são considerados direitos creditórios não-padronizados.

FIDCs destinados ao Público em Geral

Exigências Adicionais da CVM

Como mencionado, a Resolução CVM N° 175 trouxe um avanço importante para a classe ao permitir a entrada de **investidores público em geral**, visto que até então somente investidores qualificados e profissionais tinham acesso aos FIDCs.

Naturalmente, a fim de evitar que esses novos investidores corressem riscos incongruentes com o conhecimento técnico, a CVM instituiu **regras mais rigorosas** para os FIDCs destinados ao público em geral.



Restrição à compra de **cotas subordinadas** pelos investidores do público em geral, permanecendo restritos às cotas seniores.



Cronograma de **amortização de cotas** e **distribuição de rendimentos** no regulamento.



Em caso de classe aberta, o prazo entre solicitação de resgate e liquidação deve ser **inferior a 180 dias**.



Atribuição de **rating** por agência classificadora de risco registrada na CVM.



Vedada a aplicação dos recursos do fundo em **direitos creditórios "a performar"**, isto é, vinculados a prestação de serviço ou entrega de produto ainda não realizadas.



Vedada a aplicação dos recursos do fundo em **direitos creditórios não-padronizados**, conforme descrito anteriormente



Limite de alocação em ativos destinados a investidores qualificados = **20% do Patrimônio** (cumulativo com o limite de 5% abaixo)



Limite de alocação em ativos destinados a investidores profissionais, como FIDCs que investem em direitos creditórios não-padronizados = **5% do Patrimônio**



Originação e cessão dos direitos creditórios não pode ser feita pelo administrador, gestor, consultor especializado, custodiante ou entidade registradora.

Fonte: Resolução CVM N° 175.

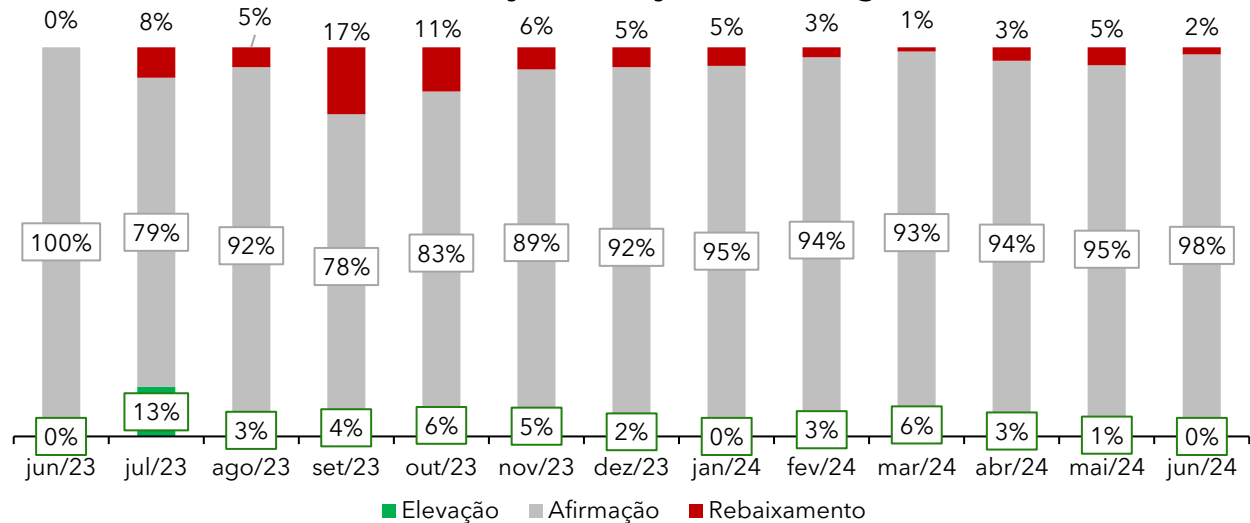
Com essas exigências adicionais, entendemos que a CVM visa garantir que a entrada dos investidores do público em geral no universo dos FIDCs seja gradual e bem orientada, evitando que esses indivíduos corram riscos fora do seu escopo de conhecimento. Em contrapartida, a oferta de FIDCs dessa modalidade é incipiente, principalmente devido às restrições apresentadas, aliadas a certo desconhecimento dos investidores de varejo sobre a classe. Nesse sentido, segundo relatório da Anbima, ao final de maio havia cerca de 38 mil pessoas físicas investindo em FIDCs, uma alta de 70% em relação ao final de 2023, mas muito abaixo do potencial tamanho desse mercado.

FIDCs - Tendências Recentes

Ações de Rating

Um monitoramento interessante para o mercado de FIDCs são as ações de *rating*. Ao longo do segundo semestre de 2023, observou-se um aumento dos rebaixamentos sobre o total de ratings realizados, tendência que se reverteu em 2024, sem predominância de elevações ou rebaixamentos.

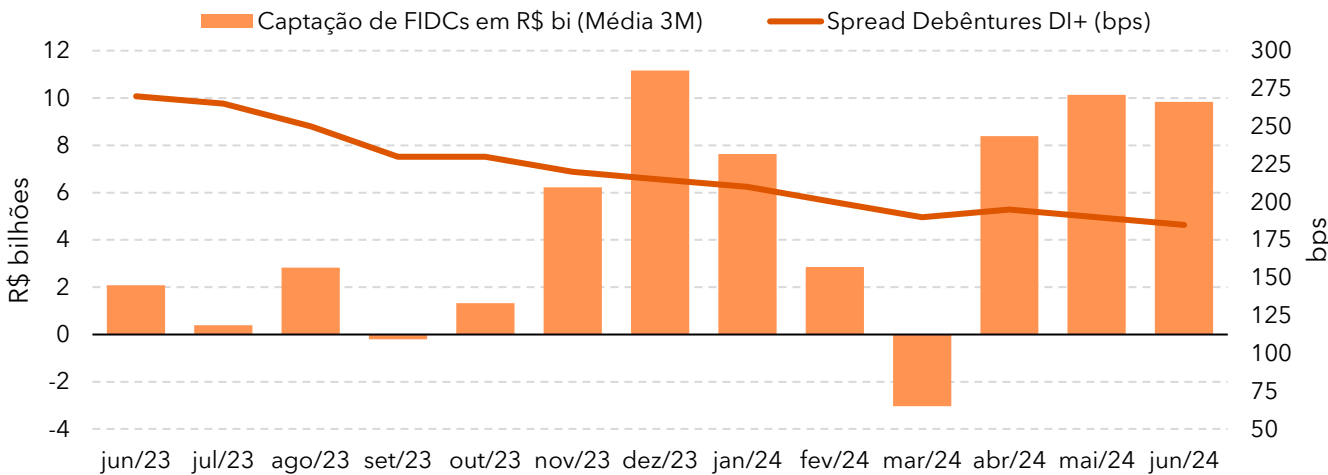
Distribuição das Ações de Rating



Fonte: Bases públicas de Austin Ratings, Liberum Ratings, Moody's Local e Fitch Local.

Demanda - FIDCs e Debêntures

Nos últimos 12 meses, observou-se uma recuperação do apetite por crédito privado e pelos FIDCs após o estresse de crédito experienciado no início de 2023, que reverberou nos *spreads* das debêntures. Em 2024, ambos os mercados apresentam tendência positiva, com a **forte demanda** comprimindo esses *spreads* e sustentando os volumes de emissão relevantes.



Fonte: Boletim de Fundos de Investimento Anbima. Idex-JGP. Dados referentes a junho/2024.

Diferimento de IR e Mudanças Regulatórias elevam atratividade dos FIDCs na margem

O aumento de demanda tanto por FIDCs quanto por debêntures incentivadas, além do contexto macroeconômico, tem ligação com mudanças regulatórias, incluindo (i) a tributação de fundos exclusivos e *offshore*, que aumenta a procura por investimentos cuja tributação seja diferida, como os FIDCs, e (ii) a diminuição da oferta de ativos isentos de IR após a Resolução N° 5.119 do CMN.

FIDCs - Tendências Recentes

Pipeline de Ofertas Públicas

Conforme mencionado, foram captados mais de R\$50 bilhões em FIDCs nos últimos 12 meses. Em um cenário de spreads de crédito comprimidos, as taxas desses fundos ajudam a aumentar o retorno dos investidores. Algumas das ofertas em aberto e finalizadas recentemente são:

Tipo	Volume (R\$ mi)	Data de Encerramento	Rating Cota Sênior	Taxa Cota Sênior	Taxa Cota Mezanino
BRZ Consignados V	150	17/nov/2024	AA-	CDI + 4,50%	CDI + 6,00%
BRZ Consignados VI	200	fev/2025	AA-	CDI + 5,00%	CDI + 6,50%
BRZ FIDC Bex (MCMS)	180	10/set/2024	A	CDI + 4,00%	CDI + 6,00%
Fomento Mercantil	300	28/out/2024	AA+	CDI + 3,50%	CDI + 5,25%
INSS	216	12/jul/2024	AA+	CDI + 2,50%	CDI + 5,00%
Infraestrutura	17	12/jun/2024	A-	CDI + 5,00%	--
Cartão de Crédito	400	29/abr/2024	AAA	CDI + 2,10%	--
Cartão de Crédito	291	12/abr/2024	AAA	CDI + 1,50%	--
Agro	200	21/mar/2024	AA-	CDI + 4,75%	CDI + 7,50%
Financiamento Estudantil	225	05/fev/2024	AAA	CDI + 2,85%	CDI + 5,95%
Financiamento Automotivo	351	10/jan/2024	AAA	CDI + 3,75%	CDI + 7,00%

Fonte: Bancos de investimento. Compilação BRZ Investimentos. "Volume" não considera lote adicional, "Taxa" = taxa-teto das emissões.

FIDCs - Histórico e Potencial de Crescimento

Desde seu início em 2001, o mercado de FIDCs cresceu vertiginosamente:



Potencial de Crescimento Relevante

Apesar de seu forte crescimento nos últimos anos, os FIDCs ainda representam uma fração do mercado de crédito brasileiro. Segundo estatísticas do Banco Central, o volume de crédito corporativo e pessoal no país é da ordem de R\$8 trilhões, comparado a um patrimônio de FIDCs inferior a R\$500 bilhões, representando cerca de 6% desse total. Em mercados desenvolvidos, como os EUA, o percentual de créditos securitizados chega a mais de 30% do total de crédito.

Fonte: Banco Central do Brasil - Estatísticas Monetárias e de Crédito, Boletim de Fundos Anbima, Structured Finance Association, Federal Reserve of St. Louis.

Visão Geral

Histórico, Presente e Futuro do Mercado de FIDCs

Desde sua criação em 2001, os FIDCs ganharam relevância importante no mercado de capitais brasileiro, expandindo seu volume até a cifra dos **R\$490 bilhões**, aliando **retornos atrativos** aos investidores com **maior acesso ao crédito** para empresas e indivíduos.

Nesse sentido, as diversas modalidades de FIDCs surgiram como **soluções de securitização importantes** para demandas latentes no mercado de crédito, como antecipação de recebíveis, otimização do ciclo de caixa de fornecedores, ampliação do crédito consignado privado e público, maior disponibilidade de crédito para empresas *middle market*, entre outros. Como mencionado, os FIDCs representam menos de 10% do mercado de crédito privado doméstico brasileiro, percentual que chega a **30% em mercados desenvolvidos**. Dessa forma, o espaço para crescimento do crédito securitizado é extenso, em especial através de FIDCs.

Todavia, é importante ressaltar a **complexidade desses fundos**, com diversos exemplos de estruturas mal elaboradas que resultaram em situações de estresse para os cotistas, muitas vezes ligadas a **(i) fraudes**, que podem estar relacionadas a acordos ocultos entre agentes, como gestor e originador por exemplo, ou aos direitos creditórios, que podem carecer de legitimidade em sua estruturação, como empréstimos consignados sem convênio, entre outros problemas. Além de fraudes, também há diversos casos de **(ii) desequilíbrios econômico-financeiros**, que ocorrem quando o cronograma de amortização e remuneração das cotas é mal desenhado e não condiz com o perfil da carteira de direitos creditórios, ou caso haja descasamento entre os tipos de remuneração (*ativo prefixado e passivo pós-fixado, por exemplo*). Por fim, também podem ocorrer **(iii) problemas específicos ligados aos agentes**, como os FIDCs de fornecedores de empresas, que correm o risco de crédito da companhia às quais eles fornecem.

Considerando essa complexidade e necessidade de atenção aos detalhes, reforça-se a importância da **estruturação minuciosa dos fundos**, que idealmente deve ser realizada por **gestores e assessores com experiência na área** e que se atentem aos detalhes do regulamento e demais documentos, visando estabelecer uma **estrutura sólida** para o fundo e criar um **sistema de incentivos benéfico** para todos os agentes envolvidos no FIDC.

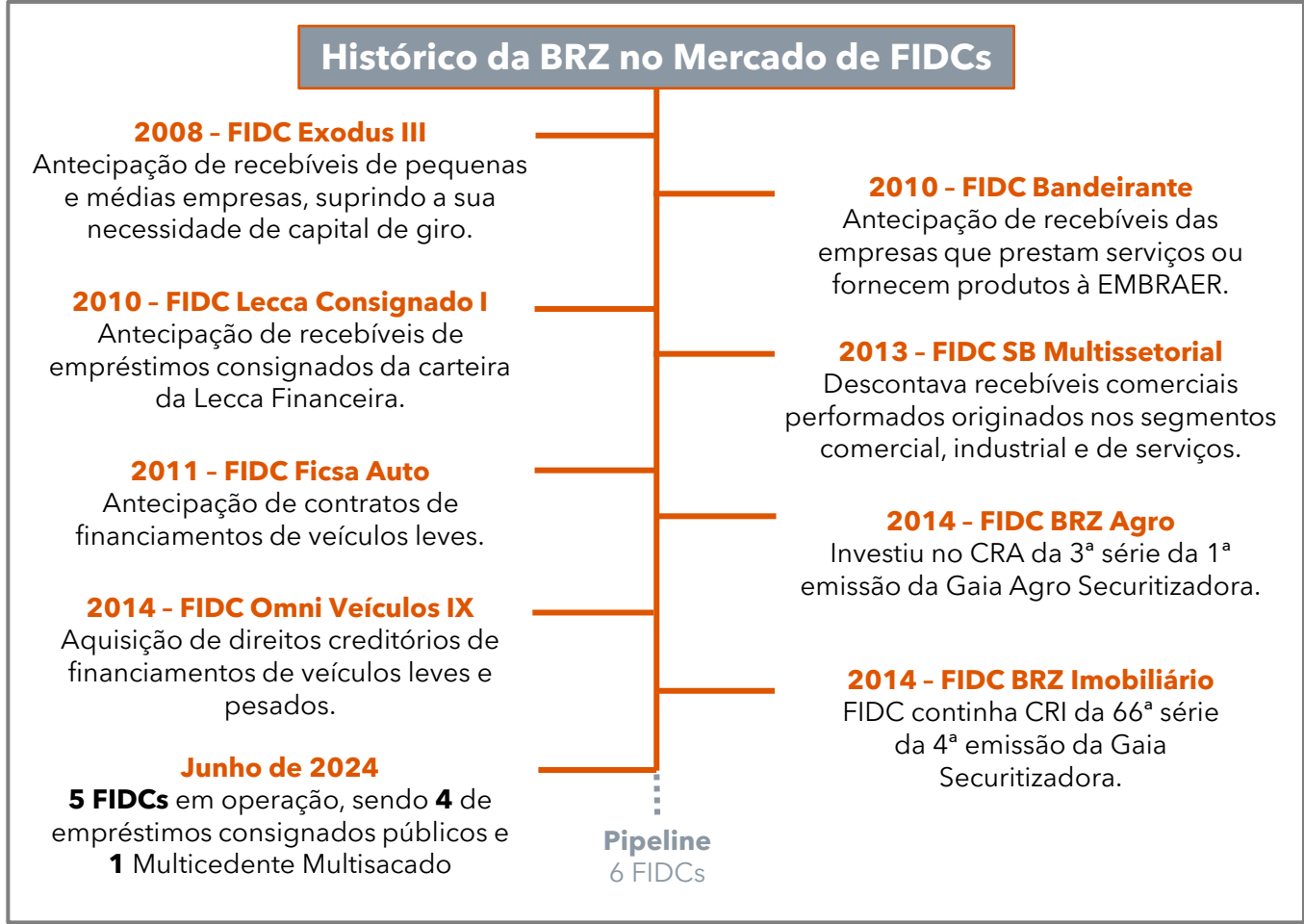
A BRZ, atuante no mercado de FIDCs desde 2008, quando o número total de fundos e patrimônio investido em FIDCs eram somente frações dos valores atuais, é uma das **pioneiras e principais gestoras independentes da classe**. Ao longo desse período, a gestora estruturou e geriu FIDCs dos mais diferentes escopos, com **áreas jurídica e de estruturação internas** focadas nesses produtos.

Em suma, tendo em vista todos os pontos apresentados, a visão da BRZ é de que os FIDCs continuarão como protagonistas no **crescimento da dívida securitizada** no Brasil e exercendo um papel importante na **desconcentração do mercado de crédito** brasileiro. Além das soluções praticamente únicas de securitização que esses veículos oferecem, os principais catalisadores que devem continuar sustentando o crescimento dessa classe são **(i) a forte demanda por crédito privado**, que pode ser amplificada pela entrada de novos investidores, possibilitada por uma **(ii) maior sofisticação do arcabouço legal** dos FIDCs, modernizado e ampliado pela Resolução CVM Nº 175 de 2022, e **(iii) a ampliação do conhecimento** dos investidores sobre os benefícios desses produtos, bem como sobre os principais riscos e pontos de atenção em sua avaliação, questões endereçadas neste estudo.

FIDCs - Atuação BRZ

Anexo - Histórico de Atuação BRZ

Como uma das pioneiras no mercado de FIDCs, a BRZ lançou seu primeiro FIDC em 2008, quando essa indústria contava com 150 fundos, comparado a um montante superior a 2.500 em maio de 2024. Desde seu primeiro FIDC, a BRZ foi responsável por gerir mais de 20 FIDCs, com 5 em atuação.



Fundos em Captação	Início	Rating Sênior	Taxa Sênior	Taxa Meza	Retorno Sub. Júnior 12M	Subordinação Sênior
BRZ Consignados V	Jul/23	AA- (Austin)	CDI + 4,5%	CDI + 6,0%	24,5%	26,9%
FIDC Bex	Ago/22	A (Austin)	CDI + 4,0%	CDI + 6,0%	52,8%	40,5%

Demais Fundos Ativos	Início	Rating Sênior	Taxa Sênior	Taxa Meza	Retorno Sub. Júnior 12M	Subordinação Sênior
BRZ Capital Consig	Mai/21	AA+ (Austin)	CDI + 3,0%	CDI + 5,0%	37,2%	25,3%
BRZ Ciasprev	Set/19	AA (Austin)	CDI + 2,4%	CDI + 3,9%	49,4%	26,0%
Sabemi VIII	Ago/17	AAA (S&P)	IPCA + 8%	CDI + 5%	39,5%	87,5%*

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.