

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL**

**ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO**

**DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

Bruno Prates

**ESTUDO DE VIABILIDADE DE CRIAÇÃO DE UM FUNDO DE  
INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS PROVENIENTE DA  
DÍVIDA DO FUNDO DE COMPENSAÇÃO DE VARIAÇÕES SALARIAIS**

Porto Alegre

2008

Bruno Prates

**ESTUDO DE VIABILIDADE DE CRIAÇÃO DE UM FUNDO DE  
INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS PROVENIENTE DA  
DÍVIDA DO FUNDO DE COMPENSAÇÃO DE VARIAÇÕES SALARIAIS**

**Monografia apresentada ao  
Departamento de Ciências  
Administrativas da Universidade  
Federal do Rio Grande do Sul, como  
requisito parcial para a obtenção do  
grau de bacharel em Administração de  
Empresas.**

**Orientador: Roberto Lamb**

Porto Alegre

2008

Bruno Prates

**ESTUDO DE VIABILIDADE DE CRIAÇÃO DE UM FUNDO DE  
INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS PROVENIENTE DA  
DÍVIDA DO FUNDO DE COMPENSAÇÃO DE VARIAÇÕES SALARIAIS**

**Monografia apresentada ao  
Departamento de Ciências  
Administrativas da Universidade  
Federal do Rio Grande do Sul, como  
requisito parcial para a obtenção do  
grau de bacharel em Administração de  
Empresas.**

**Orientador: Roberto Lamb**

Conceito Final:

Aprovado em .....de.....de 2008.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof.

---

Prof.

---

Orientador: Prof. Dr. Roberto Lamb – UFRGS

## AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por ouvir minhas súplicas nos momentos difíceis e por me cercar de pessoas tão valorosas. Sem Ele, jamais seria possível chegar até aqui.

Agradeço a minha mãe, Lúcia, tão guerreira e cheia de coragem, a qual é minha força desde pequeno, desde quando eu teimava em não querer ir ao dentista ou quando já estava cansado de estudar para o vestibular.

Agradeço ao meu pai, Leonardo, tão compreensivo e íntegro, o qual nunca deixou que eu esmorecesse nos momentos de indecisão, que foi o motivo da minha escolha profissional e é minha referência de conduta.

Agradeço ao meu irmão, Daniel, tão engraçado e companheiro, o qual sempre me fez rir com suas piadas, e sempre me escolheu para o seu time nas “peladas”, mesmo que eu não jogasse futebol tão bem assim.

Agradeço a minha namorada, Martiane, tão linda e carinhosa, que tem o poder de me fazer esquecer os problemas do dia-a-dia, que me fez ver que a vida não tem graça sem amor.

Impossível não agradecer aos meus colegas de faculdade, Guilherme Freitag e Fabrício Silva, os quais foram leais adversários nas noites de sinuca, parceiros na realização de trabalhos acadêmicos, mas sobretudo pela amizade verdadeira cultivada durante os cinco anos de curso.

Por fim, agradeço aos queridos amigos Luiz Afonso e Roberto Brasil Ballejo, que muito pacientemente me auxiliaram na construção deste trabalho, com o seu *know-how* na área do FCVS, assim como ao meu orientador, Prof. Dr. Roberto Lamb, pelo seu conhecimento.

A todos, muito obrigado!

## RESUMO

O presente trabalho apresenta o estudo de viabilidade de criação de um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) no banco XPTO S.A., a partir da existência de créditos contra o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS). Inicialmente, está demonstrada as origens do FCVS, assim como a sua dívida com os agentes financeiros. Após, é demonstrado todo o processo de novação, ou seja, da transformação dos créditos em títulos públicos federais, os chamados títulos CVS. Em seguida, a base teórica dos FIDCs é apresentada, bem como os riscos inerentes ao Fundo, o processo de securitização e os participantes no processo. Por fim, foi elaborado um estudo para análise da viabilidade de criação do FIDC XPTO FCVS.

## SUMÁRIO

<b>1. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA</b> .....	<b>6</b>
<b>2. JUSTIFICATIVA</b> .....	<b>9</b>
<b>3. OBJETIVOS</b> .....	<b>11</b>
3.1 OBJETIVO GERAL .....	11
3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	11
<b>4. O BANCO XPTO S.A.</b> .....	<b>12</b>
4.1 HISTÓRICO E SEU PAPEL SOCIAL .....	12
<b>5. O SISTEMA FINANCEIRO HABITACIONAL</b> .....	<b>14</b>
5.1 HISTÓRICO E FUNCIONAMENTO DO SFH .....	14
5.2 BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO .....	16
5.3 A EXIGIBILIDADE DE APLICAÇÃO DE RECURSOS EM CRÉDITO IMOBILIÁRIO .....	19
<b>6 FUNDO DE COMPENSAÇÃO DAS VARIAÇÕES SALARIAIS (FCVS)</b> .....	<b>22</b>
6.1 A CRIAÇÃO DO FCVS.....	22
6.2 OS COMPLEXOS MECANISMOS DE CORREÇÃO DE PRESTAÇÕES E SALDO DEVEDOR .....	24
6.3 A ASTRONÔMICA DÍVIDA DO FCVS .....	27
6.4 O PROCESSO DE “NOVAÇÃO” .....	28
<b>6.4.1 Habilitações e entrega de dossiês</b> .....	<b>28</b>
<b>6.4.2 Homologações</b> .....	<b>29</b>
<b>6.4.3 Novação</b> .....	<b>29</b>
<b>7. OS TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA E OS DIREITOS DE CRÉDITO</b> .....	<b>31</b>
7.1 O DIREITO DE CRÉDITO JUNTO AO FCVS .....	31
7.2 OS TÍTULOS CVS.....	32
7.3 AS CARACTERÍSTICAS DOS TÍTULOS CVS.....	32
7.4 A RENTABILIDADE DOS CVS .....	34
7.5 A NEGOCIAÇÃO DOS TÍTULOS CVS .....	35
<b>8. FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS</b> .....	<b>36</b>
8.1 O QUE SÃO FIDC?.....	36
8.2 O MERCADO ATUAL.....	37
8.3 A COMPOSIÇÃO DOS FIDC .....	42
8.4 AS VANTAGENS DOS FIDC .....	43
8.5 OS RISCOS ENVOLVIDOS .....	44
8.6 PARTICIPANTES DO PROCESSO .....	45
8.7 A TRIBUTAÇÃO APLICADA AOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS .....	47
<b>8.7.1 Imposto de Renda</b> .....	<b>47</b>
<b>8.7.2 Imposto sobre Operações Financeiras (IOF)</b> .....	<b>48</b>
8.8 TAXAS .....	49
<b>9. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>50</b>
<b>10. A FORMAÇÃO DO FIDC XPTO FCVS</b> .....	<b>51</b>
10.1. A ORIGEM DO DIREITO DE CRÉDITO .....	51
10.2 OS RISCOS ENVOLVIDOS NA CRIAÇÃO DO FIDC XPTO FCVS .....	53
10.3 OS CUSTOS DE ESTRUTURAÇÃO DE UM FIDC.....	54
10.4 O IMPACTO SOBRE A EXIGIBILIDADE DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO.....	55

10.5 O IMPACTO NO BALANÇO PATRIMONIAL.....	60
<b>12. ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>61</b>
<b>13. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>64</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>66</b>
<b>ANEXO A – FORMAÇÃO FIDC XPTO FCVS .....</b>	<b>68</b>
<b>ANEXO B – BALANÇO PATRIMONIAL XPTO .....</b>	<b>69</b>

## 1. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

O Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) foi criado através da Resolução nº 25/67, do Conselho de Administração do Banco Nacional da Habitação (BNH). Tendo como principal finalidade a quitação dos saldos residuais dos mutuários do Sistema Financeiro Habitacional (SFH), decorrentes de complicados mecanismos de correções de saldos e prestações vinculados aos salários dos mutuários, o FCVS teve a sua dívida aumentada de forma estrondosa durante as décadas de 80 e 90, em decorrência do tripé: altas taxas de juros, inflação galopante e desastrosas correções monetárias criadas pelo governo federal. Assim, o Fundo não foi capaz de cumprir seus compromissos, e atualmente o seu débito global líquido com os agentes financeiros está em cerca de R\$ 99,9 bilhões<sup>1</sup>. Atualmente, a gestão do FCVS está a cargo do Ministério da Fazenda, com administração da Caixa Econômica Federal e regulamentação do Conselho Curador da mesma Caixa Econômica.

Criado para que o equilíbrio do SFH fosse mantido e os resíduos dos financiamentos fossem quitados, o FCVS recolhe a contribuição mensal de 3% sobre as prestações dos mutuários e alíquotas trimestrais que variam de 0,025% a 0,1% sobre os saldos de financiamentos concedidos pelos agentes financeiros. Assim, presumia-se que ao final do contrato, o mutuário solicitaria a liberação da hipoteca ao agente, este acionaria o FCVS e quitaria os resíduos existentes e o fluxo se repetiria dessa maneira com todos aqueles que optaram por aderir ao Fundo. Contudo, o FCVS não foi capaz de cumprir suas obrigações, e as hipotecas foram sendo liberadas, porém, as instituições financeiras não recuperaram os valores que tinham direito e um “crédito podre” se criou no balanço de grandes bancos e outras instituições.

Diante disso, em dezembro de 2000 foi sancionada pelo presidente Fernando Henrique Cardoso a Lei nº 10.150, a qual iniciava um grande processo de novação

---

<sup>1</sup> **Jornal Valor Econômico**, <http://clipping.planejamento.gov.br/Noticias.asp?NOTCod=433516>, acesso em 18 de setembro de 2008.

(processo de habilitação das instituições perante o FCVS, para que seus créditos fossem “novados”, ou seja, recuperados). A novação se daria mediante a securitização de créditos, através da emissão de títulos pelo Tesouro Nacional (os chamados títulos CVS, compensados na CETIP), com vencimentos de 30 anos e pagamentos de cupons mensais, a partir de 2009.

Isto posto, agentes financeiros começaram a revirar seus arquivos na busca dos antigos contratos de crédito imobiliário, já que através da construção de um dossiê de cada mutuário seria possível a habilitação junto ao FCVS. Com isso, os primeiros 3 anos da década atual, foram anos de muitas habilitações e novações, já que todos corriam atrás da transformação de créditos - muitas vezes considerados como perdidos - em títulos públicos federais.

Passado o auge das habilitações dos credores junto ao FCVS, foi criada uma espécie de tratamento diferenciado da dívida: o direito de crédito junto ao FCVS e o título CVS. A diferença de ambos está no estágio em que se encontra a dívida, uma vez que o direito de crédito é a esperança de se receber o título CVS. A diferenciação é importante na medida que ela é utilizada no cálculo da exigibilidade de aplicação de recursos em crédito imobiliário e securitização dos valores a receber.

De acordo com Resolução 3347, de 8 de fevereiro de 2006, emitida pelo Banco Central, as instituições integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos podem utilizar os créditos novados do FCVS ou aqueles que estão pré-novados ( já foram reconhecidos pela Caixa Econômica Federal como um crédito a receber, porém, não foram transformados em títulos públicos, aguardando liberação no orçamento da União), na conta de direcionamento de recursos para a habitação, assim como 65% das suas captações em cadernetas de poupança.

Concomitante à sanção da Lei 10.150 e aos processos de novação, os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC) ganharam força no Brasil como fonte alternativa de captação. Os FIDC são fundos de investimentos formados a partir de créditos a receber, funcionando como um adiantamento de receita. Regulamentados pelas Resoluções 2.907/01 do Banco Central e pelas instruções 356/01, 393/03 e

399/03 da Comissão de Valores Mobiliários, os FIDCs permitiram abrir espaço nas carteiras de crédito de bancos e outras instituições.

Atualmente, as matérias-primas dos FIDCs no Brasil têm sido as carteiras de crédito consignado, crédito imobiliário e financiamentos de veículos. Contudo, os direitos de crédito do FCVS também podem servir de base para a estruturação de um FIDC, uma vez que o processo de novação é demorado, mas certo. Em adição a este ponto, o artigo 2º da instrução 356/01 da CVM, aponta que “direitos creditórios são os direitos e títulos representativos destes direitos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro”.

Diante disso, a unidade financeira e a unidade de crédito imobiliário depararam-se com o seguinte questão: em decorrência da posse de direitos de créditos contra o FCVS, a formação de um FIDC seria uma boa alternativa para o banco XPTO S.A.?

## 2. JUSTIFICATIVA

Com um longo histórico de déficit habitacional, o brasileiro sempre teve a casa própria como o seu maior sonho. Atentos a essa realidade, governos e instituições financeiras e não-financeiras vêm há décadas buscando a difícil conciliação entre crédito, moradia e adimplência. Assim, muitos planos e modelos foram criados, até chegarmos ao FCVS, o qual tentou equacionar a questão e não deixar com que o sonho virasse pesadelo. Criado durante a década de 60, os mentores do Fundo talvez não imaginassem que o problema estava apenas em seu início.

Em virtude da inadimplência do Fundo de Compensação de Variações Salariais com os agentes financeiros, um enorme impasse foi criado e muitos bancos vinham tratando a questão como “dinheiro virtual”, já que estes recursos só existiam na escrituração dos bancos, mas não havia qualquer previsão de quitação da dívida, existindo como um crédito a receber do governo. Com a Lei nº 10.150, esta realidade está mudando e hoje há um processo contínuo de habilitação de créditos perante o FCVS (o chamado SIFCVS, sistema de relacionamento CAIXA, que é a administradora do Fundo, e as demais instituições credoras).

Assim, uma oportunidade única de recuperação de recursos foi criada, uma vez que estes já estavam sendo considerados como perdidos. A troca do crédito a receber por títulos de emissão do Tesouro Nacional é muito vantajosa, mas anteriormente a efetiva quitação da dívida por parte do governo pela entrega dos títulos CVS, os direitos de crédito já são considerados como estratégicos na gestão da carteira do banco, uma vez que eles influem diretamente no cálculo da exigibilidade de crédito imobiliário e também se tratam de créditos passíveis de negociação através de FIDC.

Os FIDCs foram introduzidos no Brasil no ano de 2001, através da instrução 356 da CVM. Criados para que houvesse maior liquidez no mercado de crédito, os bancos se utilizaram desta modalidade para abrir espaço em suas carteiras de crédito, haja

vista as exigência do acordo da Basileia II. De acordo com a instrução 356, os direitos e títulos representativos destes direitos, assim como contratos mercantis de compra e venda de produtos e outros créditos reconhecidos pela CVM podem ser utilizados como recursos a serem incluídos nos FIDCs.

Contudo, o leitor desta obra deve estar se perguntando: “Mas por quais motivos esta atitude não foi tomada pelo banco XPTO S.A.”? Por tratar-se de uma instituição pública, a unidade financeira argumenta que a sua decisão deve estar muito bem embasada, já que a soma de valores envolvidos é muito grande, mas esta ação já está sendo analisada pelo banco.

Portanto, vislumbrou-se uma bela ocasião para este estudo. A justificativa desta obra está apoiada na necessidade que a empresa-alvo tem de trabalhar os direitos de crédito do FCVS como fonte para a captação de recursos, mediante a constituição de um FIDC e como embasamento teórico para a unidade financeira. Este estudo destina-se prioritariamente ao banco XPTO, mas também será de grande utilidade a todos as instituições que estão na fila para recebimento de seus títulos CVS, bem como a todos os interessados na gestão estratégica de títulos públicos federais semelhantes.

### 3. OBJETIVOS

#### 3.1 OBJETIVO GERAL

O objetivo geral do trabalho é analisar a viabilidade de criação de um FIDC para o banco XPTO S.A. a partir da existência de direitos creditórios existentes junto ao FCVS.

#### 3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Os objetivos específicos são:

- a) Identificar as vantagens da criação de um FIDC com os direitos creditórios junto ao FCVS;
- b) Analisar este tipo de operação no banco XPTO S.A.;
- c) Concluir pela formação ou não do FIDC XPTO FCVS.

## **4. O BANCO XPTO S.A.**

### **4.1 HISTÓRICO E SEU PAPEL SOCIAL**

O banco XPTO S.A. teve sua fundação durante a década de 20, e sua principal meta sempre foi o exercício de agente financeiro com forte atuação social. Assim, a instituição sempre primou por produtos e serviços que pudessem contribuir com o desenvolvimento, mesmo que a rentabilidade deles não fosse competitiva. Prova disso, é a longa trajetória do banco na concessão de crédito imobiliário, produto que nem sempre esteve entre os mais rentáveis do mercado, sendo considerado por anos como um produto secundário.

Criado como um banco agrícola, o XPTO mudou suas características com o passar dos anos. Duas décadas após a sua fundação, novos serviços e operações são incorporados como a subscrição de 300 contos de réis para a formação da Companhia Siderúrgica Nacional em 1941 e o início das atividades da carteira de câmbio em 1958. Em 1968, um importante avanço: o XPTO é autorizado pelo BNH a atuar como agente financeiro através da Carteira de Crédito Imobiliário, nos programas Mercado de Hipotecas, Plano de Financiamento de Habitação Rural, Refinag (abastecimento de água) e Fimaco (materiais de construção). Em 1976, o banco atinge a marca de 1,2 mil operações com recursos do BNH e durante a década de 80 faz pesados investimentos em tecnologia, buscando se enquadrar na nova realidade de bancos extremamente automatizados.

Em 1990, um importante avanço: o Banco Central autoriza o XPTO a operar como Banco múltiplo, com as Carteiras Comercial, de Crédito imobiliário e de Investimento. Já nos anos 2000, a instituição apresenta lucros impressionantes,

chegando a crescimentos de seu lucro de 90,7% de um ano para o outro e patrocina diversos eventos culturais. Em 2008, a instituição apresenta lucros superiores aos R\$ 900 milhões e consegue a incrível marca de R\$ 886,7 milhões aplicados em crédito imobiliário.

## 5. O SISTEMA FINANCEIRO HABITACIONAL

### 5.1 HISTÓRICO E FUNCIONAMENTO DO SFH

Criado pela Lei 4.380 de 1964, o Sistema Financeiro da Habitação (SFH), desde a sua criação até os dias atuais, já financiou cerca de 6 milhões de moradias, segundo estimativas do Banco Central<sup>2</sup>. Nascido na carona das reformas implantadas durante o governo do general Castelo Branco<sup>3</sup>, foi possível criar um plano de ação do governo para reduzir o déficit habitacional, especialmente das classes menos favorecidas, como determina o artigo 8º: “a destinação do SFH é de facilitar e promover a construção e a aquisição da casa própria ou moradia, especialmente das classes de menor renda da população”. Assim, o governo começava a incentivar de maneira mais firme a contratação de novas operações e o mercado imobiliário foi extremamente estimulado.

Com a sua destinação voltada às classes menos favorecidas, o SFH teve a sua construção baseada na concessão de subsídios por meio de um sistema de taxas de juros inversamente proporcional aos valores de financiamentos, que visava uma taxa média de remuneração aos agentes financeiros que perdura até hoje e um sistema de correção de saldos devedores e prestações.

Em seu princípio, o SFH seria um sistema integrado pelo Banco Nacional da Habitação (BNH), pelas Companhias de Habitação (COHAB's), pelas Cooperativas

---

<sup>2</sup> Banco Central do Brasil, <http://www.bcb.gov.br/?SFHHIST>, acesso em 24 de setembro de 2008.

<sup>3</sup> Entre as diversas reformas durante o governo Castelo Branco, foram criados o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil (Lei nº 4.595/64), o Banco Nacional da Habitação e instituída a correção monetária (Lei nº 4.380/64), além da criação do Fundo de Garantia por Tempo de Serviços (5.107/66).

<sup>4</sup> Há financiamentos que são provenientes de outras linhas de crédito como os efetuados pelo Programa de Subsídios à Habitação de Interesse Social, do governo federal, que se utiliza de recursos do Orçamento Geral da União, além da emissão de letras hipotecárias pelas Sociedades de Crédito Imobiliário.

Habitacionais (COOPHAB's), pelas Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI's) e pelas Caixas Econômicas Federal (CEF) e Estaduais (CEE's).

As captações do SFH, que permanecem até hoje, são prioritariamente através do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE)<sup>4</sup>. Através deste sistema, é possível que a população tenha acesso a taxas menores de juros, já que o custo de captação destes recursos é muito baixo.

Porém, nem tudo foram flores para aqueles que contrataram empréstimos durante os longos anos de inflação e planos econômicos mirabolantes no Brasil. Em decorrência de complicados mecanismos de correções monetárias e subsídios concedidos, o SFH criou por si uma imagem de um sistema pouco claro e ineficiente, recuperando seu prestígio muitos anos depois, após a estabilização da economia no final dos anos 90.

Isto posto, a fim de que possamos entender melhor esses problemas e os motivos de tantas interferências, é necessário que se faça uma análise da criação do Banco Nacional da Habitação e do Fundo de Compensação das Variações Salariais.

## 5.2 BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO

O Banco Nacional do Desenvolvimento também foi criado pela Lei nº 4.380/64, tendo no artigo 17 a sua finalidade definida:

Art. 17. O Banco Nacional da Habitação terá por finalidade:

- I - orientar, disciplinar e controlar o sistema financeiro da habitação;
  - II - incentivar a formação de poupanças e sua canalização para o sistema financeiro da habitação;
  - III - disciplinar o acesso das sociedades de crédito imobiliário ao mercado nacional de capitais;
  - IV - manter serviços de redesconto e de seguro para garantia das aplicações do sistema financeiro da habitação e dos recursos a êle entregues;
  - V - manter serviços de seguro de vida de renda temporária para os compradores de imóveis objeto de aplicações do sistema;
  - VI - financiar ou refinanciar a elaboração e execução de projetos promovidos por entidades locais ...(Vetado)... de conjuntos habitacionais, obras e serviços correlatos;
  - VII - refinanciar as operações das sociedades de crédito imobiliário;
  - VIII - financiar ou refinanciar projetos relativos a ...(Vetado)... instalação e desenvolvimento da indústria ...(Vetado)... de materiais de construção e pesquisas tecnológicas, necessárias à melhoria das condições habitacionais do país ...(Vetado)..
- Parágrafo único. O Banco Nacional da Habitação operará exclusivamente como órgão orientador, disciplinador e de assistência financeira, sendo-lhe vedado operar diretamente em financiamento, compra e venda ou construção de habitações, salvo para a venda dos terrenos referidos no artigo 26 ou para realização de bens recebidos em liquidação de garantias.

Assim, O BNH era a base de sustentação do então Sistema Financeiro da Habitação e estava direcionado às famílias de baixa renda (até seis salários mínimos) através da atuação das COHABs e COOPHABs. Os recursos do banco eram

provenientes da contribuição de 1% sobre a folha dos empregados regidos pela CLT e posteriormente com recursos do então criado FGTS<sup>5</sup>.

Ao BNH também foi conferida a responsabilidade de garantidor da solvência do SFH, através da gestão dos Fundos de Garantia de Depósitos e Letras Imobiliárias (FGDLI), que protegeria as cadernetas de poupanças e poupanças em letras hipotecárias, e do Fundo de Assistência de Liquidez (FAL), que daria liquidez às entidades componentes do SBPE<sup>6</sup>. Ambos os Fundos tinham como objetivo garantir o bom funcionamento do sistema e seus recursos eram advindos de contribuições dos agentes financeiros sobre os recursos captados junto ao público.

A partir de 1966, o BNH começa a instituir os Planos de Financiamento da Casa Própria (Planos A, B, C, PCM, PES)<sup>7</sup> que resultariam em complicados métodos de correção dos saldos devedores e prestações, bem como a criação do FCVS. Contudo, a década de 60 e quase a totalidade da década de 70 foram bem sucedidas, conforme FERREIRA (2004, p. 34) considera:

Apesar de tudo, no período até então analisado, o SFH ainda não apresentava graves problemas. De fato, o Sistema apresentava um bom funcionamento: os planos de reajustes das prestações eram gerenciados de maneira satisfatória, sem fortes comprometimentos potenciais do FCVS, apesar de alguns planos de financiamento apresentarem uma inconsistência financeira intrínseca à sua estrutura.

Durante os anos 70, duas importantes modificações foram implantadas pelo BNH: Em 1971, a alteração da tabela de cálculo dos financiamentos com a troca do sistema PRICE (Sistema Francês, parcelas constantes) para o Sistema SAC (Sistema de

---

<sup>5</sup> A criação do Fundo é devida a insuficiência dos recursos levantados pelas contribuições frente à demanda de crédito imobiliário da época. O FGTS permaneceu sob a administração do BNH por 20 anos, quando foi repassada a responsabilidade à Caixa Econômica Federal.

<sup>6</sup> O SBPE continua ativo, e é formado pelas sociedades de crédito imobiliário, bancos múltiplos com carteira imobiliária e caixas econômicas.

<sup>7</sup> Ver Capítulo 6.2

Amortizações Constantes, amortizações fixas); e em 1974, alteração da política de concessão de financiamentos das COHABs (passaram a financiar famílias com renda entre 3 e 5 salários mínimos) e das COOPHABs (passaram a financiar famílias com renda entre 5 e 10 salários mínimos).

Os anos 80 marcaram uma forte queda na contratação de novas operações. FERREIRA (2004, p. 54) aponta as causas desta queda:

A elevação das taxas de desemprego e a compressão salarial promovidos pelas políticas então adotadas e o recrudescimento inflacionário acarretaram sérios problemas ao SFH, dado que prejudicaram a trajetória das principais fontes de recursos do Sistema – as cadernetas de poupança, o FGTS e o retorno dos financiamentos concedidos. Além disso, o fluxo de retorno dos empréstimos do SFH sofreu intensa redução devido às interferências nocivas do Poder Público.

O somatório de desemprego, inflação e intervenções econômicas foi extremamente nocivo à lógica do SFH. Queda nas taxas de empregos significaram redução nas captações do FGTS, além do aumento do custo de vida, levando a aumento da inadimplência. As intervenções econômicas acabaram por criar um enorme rombo no FCVS, já que a dívida do Fundo era maior do que a sua capacidade de pagamento.

Diante de tal panorama, o BNH não resistiu e através do Decreto-Lei 2.291/86 foi extinto o Banco Nacional da Habitação criado durante a década de 60, sendo incorporado pela Caixa Econômica Federal (CEF). Conforme o § 1º, a CEF sucedeu todos os direitos e obrigações do BNH, inclusive a administração dos Fundos de Garantia por Tempo de Serviço e Fundo de Compensação das Variações Salariais, tendo este último uma enorme dívida com os agentes financeiros.

### 5.3 A EXIGIBILIDADE DE APLICAÇÃO DE RECURSOS EM CRÉDITO IMOBILIÁRIO

Através da Resolução 3.347, de fevereiro de 2006, o Banco Central normatizou a aplicação de recursos em crédito imobiliário, seja essa aplicação no Sistema Financeiro da Habitação ou à Taxa de Mercado. Assim, trabalhando como um agente da política habitacional do governo, foi instituído que as instituições integrantes do SBPE deveriam aplicar percentuais específicos de suas captações em poupança, conforme o artigo 1º:

Art. 1º Os recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) são aplicados de acordo com os seguintes percentuais:

I - 65% (sessenta e cinco por cento), no mínimo, em operações de financiamento imobiliário, sendo:

a) 80% (oitenta por cento), no mínimo, do percentual acima em operações de financiamento habitacional no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH);

b) o restante em operações de financiamento imobiliário contratadas a taxas de mercado;

II - 20% (vinte por cento) em encaixe obrigatório no Banco Central do Brasil;

III - recursos remanescentes em disponibilidades financeiras e em outras operações admitidas nos termos da legislação e da regulamentação em vigor.

§ 1º Os percentuais estabelecidos no inciso I têm como base de cálculo o menor dos seguintes valores, utilizando-se o critério de dias úteis:

I - a média aritmética dos saldos diários dos depósitos de poupança nos doze meses antecedentes ao mês de referência;

II - a média aritmética dos saldos diários dos depósitos de poupança no mês de referência.

§ 2º Para as instituições integrantes do SBPE em início de atividade, enquanto não completados doze meses de captação de depósitos de poupança, a base de cálculo deve ser apurada dividindo-

se o somatório dos saldos diários pelo número de dias considerados em cada posição.

A Resolução 3.347 aponta que tipos de operações são computadas como operações de financiamento imobiliário. Assim, a Resolução dividiu os financiamentos nos âmbitos do SFH, operações lastreadas/originárias de contratos pactuados pelas regras do SFH ou no âmbito de Taxas à Mercado, lastreadas/originárias de contratos pactuados a Taxas de Mercado, conforme o quadro abaixo:

SFH
Financiamentos para aquisição/construção de imóveis residenciais
Aquisição de materiais de construção para a imóveis residenciais
Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI)
Cédulas Hipotecárias (CH)
Letras de Créditos Imobiliários (LCI)
Letras Hipotecárias (LH)
Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)
Depósitos interfinanceiros lastreados por financiamentos imobiliários
Direitos Creditórios decorrentes de compromissos de compra e venda
Cotas de Fundos de Investimentos Imobiliários
Cotas de Fundos de Investimentos Creditórios (financiamentos imobiliários)
Saldo dos depósitos no Fundo de Habitações para a População de Baixa Renda
Saldo dos depósitos no Fundo de Estabilização
Financiamentos de materiais de construção a construtoras/incorporadoras
Financiamentos a PJ para construção de moradias de seus funcionários
Até 35% do valor das cartas de garantia de aquisição de CRI, artigo 2º
Créditos junto ao FCVS novados (títulos CVS)
<b>Créditos junto ao FCVS pré-novados</b>
TAXAS DE MERCADO
Financiamentos para aquisição/construção de imóveis residenciais/comerciais
Aquisição de materiais de construção para a imóveis residenciais/comerciais
Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI)
Cédulas Hipotecárias (CH)
Letras de Créditos Imobiliários (LCI)
Letras Hipotecárias (LH)
Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)
Depósitos interfinanceiros lastreados por financiamentos imobiliários
Depósitos interfinanceiros lastreados por financiamentos imobiliários
Direitos Creditórios decorrentes de compromissos de compra e venda
Cotas de Fundos de Investimentos Imobiliários
Cotas de Fundos de Investimentos Creditórios (financiamentos imobiliários)
Debêntures com garantia real de financiamentos imobiliários
Operações de arrendamento mercantil de uso próprio
Financiamentos de obras de infra-estrutura em loteamentos urbanos

**Quadro 1: Componentes do Cálculo de Exigibilidade**

Fonte: Resolução Banco Central nº 3347

Logo, o cálculo da exigibilidade se transforma em uma simples operação aritmética, em que são subtraídos os recursos captados em poupança pelas aplicações em crédito imobiliário.

Isto posto, é necessário salientar que a importância da exigibilidade está na penalização aplicada àqueles que não conseguem cumprir a sua meta de aplicação, mediante uma baixa remuneração de seus recursos. O artigo 20 aponta que os recursos não aplicados em crédito imobiliário devem ser recolhidos ao Banco Central, recebendo a remuneração básica dos depósitos de poupança (Taxa Referencial – TR)<sup>8</sup>.

Quanto ao aspecto operacional, os demonstrativos de aplicações são remetidos ao Banco Central através de planilhas com os valores de captação e aplicação. A remessa das informações é feita até o dia 10 do mês subsequente.

Cabe ressaltar, também, que a Resolução 3.347 trouxe outros limites importantes em sua estrutura: os limites de aplicação no SFH. Esta delimitação é fundamental, uma vez que ela é a responsável pela divisão entre as operações que ficam no SFH ou recaem sobre as operações com taxa de mercado.

Assim, o valor máximo para financiamento no SFH ficou definido em R\$ 245 mil, com avaliação máxima do imóvel em R\$ 350 mil, além da taxa máxima de juros a serem cobrados: 12% a.a e o sistema de garantias pela hipoteca ou alienação fiduciária. Obviamente, os financiamentos compreendidos no SFH são destinados à habitação. Logo, todos os casos diferentes destas situações ficam no âmbito das operações com taxa de mercado (ex.: operações acima de R\$ 350 mil e imóveis comerciais).

---

<sup>8</sup> A Taxa Referencial é a diferença da Taxa Básica Financeira e um redutor determinado pelo Banco Central.

## 6 FUNDO DE COMPENSAÇÃO DAS VARIAÇÕES SALARIAIS (FCVS)

### 6.1 A CRIAÇÃO DO FCVS

Criado pela resolução n.º 25 do Conselho de Administração do BNH, em 16 de junho de 1967, o FCVS tem a finalidade de assegurar aos mutuários, optantes pelo pela participação no FCVS, o limite de prazo contratado para resgate da dívida hipotecária, ou seja, o FCVS tem por obrigação quitar os saldos residuais daqueles mutuários que optaram pelo Fundo, garantindo que após o término do número de prestações do contrato, o saldo devedor esteja quitado. Pode-se afirmar que a criação do FCVS está intimamente ligada a dois fatores: a forma de correção dos saldos devedores e prestações, bem como a política de intervenções governamentais no SFH.

De acordo com a Resolução que criou o FCVS, são seus objetivos básicos:

- a) garantir o limite de prazo para a amortização das dívidas contraídas pelos adquirentes de unidades habitacionais no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação - SFH, respondendo pela cobertura dos saldos devedores residuais aos agentes financeiros;
- b) responder pelo ressarcimento dos descontos concedidos pelos agentes financeiros do SFH aos mutuários finais, cujos financiamentos tenham cobertura do FCVS;
- b) garantir o equilíbrio do Seguro Habitacional do SFH, permanentemente e em nível nacional; e
- c) liquidar as operações remanescentes do extinto Seguro de Crédito.

Deve-se salientar que o FCVS também funciona como instrumento de política social e econômica. Como instrumento de política social do governo, o FCVS subsidia os agentes financeiros do SFH e evita o desequilíbrio dos financiamentos habitacionais eventualmente ocasionados pelo descasamento entre os reajustes das prestações e dos saldos devedores, durante a vigência dos contratos. Como instrumento de política econômica, o Fundo contribui para o alongamento da dívida pública, ao tornar os créditos dos agentes financeiros do SFH em exigíveis de longo prazo (títulos CVS resgatáveis em até 30 anos).

O FCVS esteve sob a administração do BNH por quase 20 anos (1967-1986)<sup>9</sup>. Com um capital inicial de dez milhões de cruzeiros novos, o Fundo teve a sua fonte inicial de recursos no pagamento, por parte dos mutuários, de uma prestação inicial ou, a partir de 1984, de contribuições mensais (limitada a 3% da prestação) em favor do FCVS, além da contribuição trimestral dos agentes financeiros, bem como recursos do Fundo de Assistência Habitacional (FUNDHAB) e dotações orçamentárias da União.

Atualmente, o FCVS é regulamentado pelo Conselho Curador da Caixa Econômica Federal (CEF), bem como a administração de sua carteira. Tal atribuição foi concedida em decorrência da extinção do BNH pelo Decreto-Lei nº 2.406 de 1986, o qual também regulamentou:

- A administração do FCVS fica a cargo do Ministério da Habitação, Urbanismo e Meio Ambiente (competência repassada ao Ministério da Fazenda pelo decreto nº 4.378 de 2002), que designará uma entidade competente para a sua administração (CEF);

- Correção dos saldos residuais pelo Índice de Preço ao Consumidor (IPC) no período entre 28/02/1986 a 30/11/1986 e, após esse período, pelo índice de correção da poupança;

- A fim de quitar a dívida do Fundo, serão dotados recursos anuais na Proposta de Orçamento da União.

---

<sup>9</sup> Em 1986, o FCVS foi repassado à Caixa Econômica Federal.

Assim, o FCVS passou a ser uma grande responsabilidade para a CEF, que hoje trabalha diariamente na análise de habilitações de créditos dos agentes financeiros, junto ao FCVS. Anualmente, há grande expectativa sobre os valores a serem liberados para “novação”, uma vez que a troca de dívida por títulos é extremamente interessante às instituições credoras.

## 6.2 OS COMPLEXOS MECANISMOS DE CORREÇÃO DE PRESTAÇÕES E SALDO DEVEDOR

A criação da Unidade Padrão de Capital (UPC) foi um aspecto importante na evolução do crédito imobiliário no Brasil. A criação desta unidade de valor servia para que todos os contratos juntos ao SFH fossem corrigidos monetariamente no primeiro dia de cada trimestre civil com base na variação mensal acumulada do valor nominal das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN)<sup>10</sup>.

Com o novo mecanismo de correção monetária, o BNH criou os Planos de Financiamento da Casa Própria: A, B, C, PCM, PES. A criação destes planos visava à subdivisão, por valores, das operações contratadas no SFH. Em 1966, foram criados os Planos A e B e, um ano mais tarde, o Plano C. Durante o ano de 1969, foram criados os Planos de Correção Monetária (PCM), Plano de Equivalência Salarial (PES), além da instituição do Coeficiente de Equivalência Salarial (CES).

Os Planos “A” e “C” eram muito semelhantes em suas estruturas. A princípio, o Plano A era voltado para as classes com menor faixa de renda da população, uma vez que eram aprovados financiamentos de até 75 salários mínimos<sup>11</sup>, porém, ambos possuíam correção semestral de saldos devedores, de acordo com a variação nominal da ORTN, ao passo que as prestações eram corrigidas anualmente, 60 dias após a

---

<sup>10</sup> As ORTN eram títulos públicos federais emitidos pelo Tesouro Nacional com a função de corrigir os efeitos da inflação. Emitidas entre 1964 e 1986, as ORTN foram o primeiro título com mecanismo de correção monetária (Lei 4.357/64).

<sup>11</sup> Em 1967, o Plano A passou a acolher financiamentos de até 500 salários mínimos.

promulgação do novo salário mínimo para o Plano A e 30 dias para o Plano C. Assim, do ponto de vista financeiro, era claro que os diferentes mecanismos de correção iriam acarretar o descasamento de prestações e saldos devedores, já que os salários não acompanharam o crescimento dos saldos devidos<sup>12</sup>.

Em virtude dos Planos A e C criarem resídulos<sup>13</sup> ao final de seus contratos, ambos ofereciam aos mutuários a possibilidade de adesão ao FCVS. Àqueles que aderissem ao Fundo seria garantida a quitação de seus resídulos, já que deles seria cobrado o valor de uma prestação inicial.

Com o nascimento do Plano B, uma estrutura de cálculo mais racional dos sistemas de financiamentos foi criada. Aplicar a mesma correção, com a mesma periodicidade a saldos devedores e prestações, representou uma alternativa para a extinção dos resídulos.

Já em 1969, a criação dos chamados “Planos Novos” foi uma tentativa do governo de acalmar os ânimos de mutuários e interessados em contratar operações de crédito imobiliário. Os Planos A, B e C foram extintos e criados outros dois novos planos: o PCM e o PES. Efetivamente, houve pouca mudança, uma vez que o PCM era apenas a mudança de nome do Plano B, e o PES modificou o *ticket* para entrada no FCVS, além de ter cultivado a estrutura dos Planos A e C, com correções diferentes dos saldos devedores e prestações.

Um novo Plano de correção dos financiamentos da habitação foi criado só em 1993, através da Lei n° 8.692/93. A grande novidade deste plano é a extinção da cobertura do FCVS. O chamado Plano de Comprometimento de Renda (PCR) apresentava o mesmo regime de correção de saldo devedor e prestações e a limitação de 30% para o comprometimento mensal da renda dos devedores.

---

<sup>12</sup> Mutuários pertencentes a diversas categorias do funcionalismo público, que contrataram financiamentos nesta época, são exemplos desta realidade, haja vista a não concessão de aumento de salário por longos períodos.

<sup>13</sup> Resídulos representam um saldo a pagar após o fim do número de prestações, ou seja, finda-se o prazo de financiamento, mas o mutuário ainda deve ao agente financeiro.

Isto posto, pode-se demonstrar de forma simplificada a evolução dos planos de correção no quadro abaixo:

<b><i>Plano</i></b>	<b>Ano criação</b>	<b>Correção Saldo Devedor</b>	<b>Correção Prestações</b>	<b>FCVS</b>	<b>Característica</b>
<b>A</b>	1967	Trimestral pela variação da ORTN	Anual, 60 dias após a promulgação do novo SM, com base na variação de seu índice	Uma prestação inicial	Inicialmente, só imóveis até 75 SM, passando para até 500 SM
<b>B</b>	1967	Trimestral pela variação da ORTN	Trimestral pela variação da ORTN	-	Correções iguais de saldo devedor e prestações
<b>C</b>	1967	Trimestral pela variação da ORTN	Anual, 30 dias após a promulgação do novo SM, com base na variação de seu índice	Uma prestação inicial	Semelhante ao plano A, exceto pela periodicidade de correção da prestação
<b>PCM</b>	1969	Trimestral pela variação da ORTN	Trimestral pela variação da ORTN	-	Idêntico ao Plano B
<b>PES</b>	1969	Trimestral pela variação da ORTN	Anual, 30 dias após a promulgação do novo SM, com base na variação de seu índice	Pagamento à vista ou incorporado ao saldo devedor de 0,3% a 0,5% do saldo devedor	Substituição dos Planos A e C. Quitação de saldo residual pelo FCVS
<b>PCR</b>	1993	Mesma periodicidade das prestações, geralmente mensal, pela TR	Mesma periodicidade do saldo devedor, geralmente mensal, pela TR	Não há cobertura	Comprometimento máximo de 30% da renda

SM = Salários Mínimos

#### **Quadro 2: Planos de correção de saldos devedores e prestações**

Fonte: Elaborado pelo autor

### 6.3 A ASTRONÔMICA DÍVIDA DO FCVS

Originalmente, o FCVS deveria cobrir todos os resíduos existentes dos contratos até 1993. Entretanto, o Fundo foi vítima de fracassadas tentativas de correções monetárias e, assim, não foi possível honrar as dívidas com as instituições envolvidas. Em 21 de dezembro de 2000, foi sancionada pelo então presidente da república, Fernando Henrique Cardoso, a Lei nº 10.150, que regulamentou a novação de dívidas do FCVS, as quais passaram ser securitizadas pela emissão dos “CVS”. Hoje, a dívida do FCVS é tratada pela engraçada alcunha de “esqueleto”, já que ela só é reconhecida quando efetivamente securitizada, ou seja, quando o governo emite títulos em troca do crédito que o agente financeiro possuía contra ele, entrando, assim, para as contas oficiais.

Em relatório do ano de 2005 (último divulgado pela Secretária do Tesouro Nacional), a estruturação da dívida assim se apresentava:

Dívida FCVS	
	Posição em 31.12.05 (Em R\$)
Divida originária contratos encerrados	66.841.698.852,67
Dívida originária contratos em curso	9.888.535.828,69
<b>Total da dívida do FCVS</b>	<b>76.730.234.681,36</b>
(+) Despesas administrativas futuras	1.270.978.987,36
(+) Provisão para sinistro de crédito	230.580.362,76
(+) Outras obrigações	471.084.341,43
(-) Ativo	5.873.067.987,52
(-) Contribuições esperadas ao FCVS e SH	206.574.935,22
(-) Créditos antecipados aos AF's	47.130.306,46
<b>Déficit Técnico do FCVS</b>	<b>72.576.105.143,71</b>

#### Quadro 3: Dívida FCVS

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, disponível em [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida\\_publica/assuncao\\_reestruturacao\\_passivos.asp](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/assuncao_reestruturacao_passivos.asp), acesso em 11 de novembro de 2008.

Contudo, entre todas as estimativas que correm no mercado atualmente, nenhuma aponta a dívida bruta do FCVS abaixo dos R\$ 100 bilhões. Visando analisar melhor a dívida do Fundo é necessário que se entenda o processo de novação.

## 6.4 O PROCESSO DE “NOVAÇÃO”

Conforme manual de normas da Caixa Econômica Federal, o processo de novação é o processo de reconhecimento da dívida por parte do FCVS, e é composto de três passos: Habilitações e entregas de dossiês, Homologações, Novação.

### 6.4.1 Habilitações e entrega de dossiês

O processo de reconhecimento da dívida de responsabilidade do FCVS inicia-se pela apresentação à Caixa– Administradora do FCVS da documentação inicial (FH1, FH2 e FH3)<sup>14</sup> referente aos contratos firmados no âmbito do SFH, cujo evento caracterizador da participação do Fundo já tenha ocorrido. O pedido de habilitação dos contratos é feito por meio do sistema FCVS2000 que, utilizando-se de transmissão via Embratel, interliga os agentes financeiros credores do Fundo ao Sistema de Administração do FCVS –SIFCVS.

Após o processamento dos dados pelo SIFCVS a Caixa retorna arquivo magnético informando ao agente credor os contratos cujos pedidos de habilitação foram acatados, para que este envie a documentação básica (dossiê) e, quando

---

<sup>14</sup> Fichas de Habilitação do FCVS, as quais contém informações dos mutuários.

necessário, a documentação complementar para análise e apuração do valor devido pelo FCVS.

Os dossiês que são entregues pelos agentes financeiros permitem à Caixa – Administradora do FCVS proceder às análises documental e financeira dos contratos de financiamentos habitacionais para, em seguida e no amparo da legislação vigente, atestar a titularidade, o montante, a liquidez e a certeza da dívida do FCVS para com o agente credor.

Do início do processo de reconhecimento de dívidas do FCVS até o mês de referência (janeiro/2005) foram habilitados 2.833.516 contratos e entregues 2.769.687 dossiês, assim caracterizados:

#### **6.4.2 Homologações**

A fase de análises documental e financeira, denominada homologação, resulta no reconhecimento da dívida de responsabilidade do FCVS. Nessa fase, apurado o saldo residual dos contratos habilitados, a Caixa emite o relatório de término de análise para que o agente credor manifeste-se concordando ou não com os valores homologados.

Após a homologação é realizada análise de conformidade pela auditoria interna da Caixa que verifica a aderência dos procedimentos operacionais à legislação própria do FCVS.

#### **6.4.3 Novação**

A novação é assunção da dívida do FCVS pela União, após a Caixa atestar formalmente a titularidade, o montante, a liquidez e a certeza dessa dívida, e caracteriza-se pela emissão de títulos públicos federais, denominados CVS, em

conformidade com as disposições da Lei nº 10.150/00 com diretrizes definidas pela Secretaria do Tesouro Nacional e com as orientações normativas emanadas do Conselho Curador do FCVS.

## 7. OS TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA E OS DIREITOS DE CRÉDITO

Os títulos de dívida pública são utilizados como ferramentas para rolamento da dívida pública. O governo federal, através da Secretaria do Tesouro Nacional<sup>15</sup>, emite títulos com diversas características (diferentes vencimentos, condições de resgate, prazos e remunerações) para cobrir o seu déficit, seja ele proveniente de investimentos sociais ou para cobrir as suas dívidas.

Os títulos CVS compõem o montante da dívida mobiliária federal, que hoje já ultrapassa R\$ 1,3 trilhão<sup>16</sup>. A emissão dos CVS é liberada de acordo com o orçamento da União, em que são definidos os recursos para a emissão de títulos e conseqüente novação de créditos. Antes da emissão dos CVS, a dívida do FCVS é tratada como crédito a receber, ou seja, a uma dívida reconhecida pela União, mas sem previsão de pagamento.

### 7.1 O DIREITO DE CRÉDITO JUNTO AO FCVS

O direito de crédito junto ao FCVS<sup>17</sup> é a existência de contrato homologado na Caixa Econômica Federal, ainda não novado. De acordo com o Manual de Normas e Procedimentos Operacionais do FCVS, os direitos de crédito são reconhecidos pela Caixa Econômica Federal através de manifestação firmada por dois representantes

---

<sup>15</sup> Atualmente, apenas a Secretaria do Tesouro Nacional está autorizada a emitir títulos públicos (Lei Complementar n° 101 de 04 de maio de 2000 – Lei de Responsabilidade Fiscal).

<sup>16</sup> **Agência Brasil de Notícias**, <http://www.agenciabrasil.gov.br/noticias/2008/09/24/materia.2008-09-24.7555221877/view>, acesso em 04 de outubro de 2008.

<sup>17</sup> O direito de crédito junto ao FCVS também pode ser tratado como “contrato pré-novado”.

legais, reconhecendo a titularidade, o montante, a liquidez e a certeza da dívida caracterizada.

Após a homologação, o agente credor fica ciente da quantidade de contratos aceitos pela CEF, bem como os seus tipos (A, B, C, D) e o percentual de remuneração aplicado sobre os contratos. É importante salientar que dívidas homologadas e aquelas já novadas (dívidas já novadas significam que o credor já possui o título CVS em carteira) possuem a mesma remuneração.

Assim, para que possamos saber quais os direitos que a instituição possui, é obrigatória a análise dos títulos CVS.

## 7.2 OS TÍTULOS CVS

A criação dos títulos CVS foi a saída encontrada pelo governo para o rolamento da sua dívida com as instituições financiadoras. A Lei 10.150/00 padronizou a o processo de reconhecimento da dívida e fez com que os credores pudessem trocar seus créditos por títulos e/ou por créditos (contratos pré-novados) no cálculo da exigibilidade. Os títulos CVS são o estágio seguinte ao direito de crédito, ou seja, é a substituição do direito por títulos públicos federais.

## 7.3 AS CARACTERÍSTICAS DOS TÍTULOS CVS

Os títulos CVS podem ser classificados como títulos públicos federais de emissão da Secretaria do Tesouro Nacional, registrados sob a forma escritural na Central de Títulos Privados (CETIP). A CETIP (p. 11.1, 2003) classifica os CVS como:

Ativos corrigidos nas datas de aniversário pela Taxa Referencial (TR) sobre o Valor Nominal atualizado do mês anterior, com juros calculados pró-rata mês, a partir da data de emissão ou última incorporação ou último pagamento.

Criados em dezembro de 2000, os CVS têm vencimento de 30 anos, contados a partir de 1º de janeiro de 1997 e foram criados com a finalidade exclusiva de cobrir as responsabilidades da União relativas à dívida do FCVS com as instituições financiadoras.

Os CVS foram divididos em 4 grupos, relacionados à origem dos débitos, a saber:

- a) CVSA970101: Para pagamento de créditos originários de dívidas vencidas de contratos cujas operações não tenham sido realizadas com recursos do FGTS;
- b) CVSB970101: Para pagamento de créditos originários de dívidas vencidas de contratos cujas operações tenham sido realizadas com recursos do FGTS;
- c) CVSC970101: Para pagamento de créditos originários de dívidas vincendas de contratos cujas operações não tenham sido realizadas com recursos do FGTS;
- d) CVSD970101: Para pagamento de créditos originários de dívidas vincendas de contratos cujas operações tenham sido realizadas com recursos do FGTS.

## 7.4 A RENTABILIDADE DOS CVS

A remuneração dos títulos CVS também foi dividida pela Lei 10.150, conforme §2 do Artigo 1º:

§ 2º A novação objeto deste artigo obedecerá às seguintes condições:

I - prazo máximo de trinta anos, contados a partir de 1º de janeiro de 1997, com carência de oito anos para os juros e de doze anos para o principal;

II - remuneração equivalente à Taxa Referencial - TR ou ao índice que a suceder na atualização dos saldos dos depósitos de poupança, acrescida:

a) de juros à taxa efetiva de três vírgula doze por cento ao ano para as operações realizadas com recursos oriundos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS;

b) de juros de seis vírgula dezessete por cento ao ano, correspondente à taxa efetiva de juros aplicada aos depósitos de poupança, para as demais operações;

III - registro sob a forma escritural em sistema centralizado de liquidação e de custódia.

Assim, os títulos CVS, de acordo com a sua classificação, trazem consigo a seguinte previsão de pagamento de juros, com pagamentos mensais no 1º dia de cada mês:

a) CVSA970101: 6,17% a.a.+TR;

b) CVSB970101: 3,12% a.a.+TR;

c) CVSC970101: 6,17% a.a.+TR;

d) CVSD970101: 3,12% a.a.+TR.

De acordo com o Caderno de Fórmulas da CETIP (p. 11.1, 2003), o esquema de pagamento de juros e amortização dos CVS está assim descrito:

Os Juros dos CVS foram incorporados ao principal mensalmente até 01.12.2004; com o 1º pagamento em 01.01.2005; após esta data, juros pagos mensalmente no dia 01 de cada mês até no vencimento. Amortização em 217 parcelas iguais, mensais e sucessivas de 0,4608%, sendo a 1ª devida em 01.01.2009.

## 7.5 A NEGOCIAÇÃO DOS TÍTULOS CVS

Os títulos CVS têm a sua custódia e liquida na CETIP. Atualmente, os títulos CVS não possuem grande liquidez, já que a média de negócios dos últimos 6 meses foi de de 2,16 negócios por mês<sup>18</sup>. Os negócios podem ser efetuados através do sistema CETIPNet, O benefício de utilização dos títulos CVS como lastro de operações compromissadas é muito bem visto pelo mercado, apesar do seu longo período de vida.

---

<sup>18</sup> CETIP. Disponível em [http://www.cetip.com.br/astec/series\\_v05/paginas/web\\_v04\\_10\\_03\\_consulta.asp](http://www.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/web_v04_10_03_consulta.asp), acesso em 11 de novembro de 2008.

## 8. FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS

### 8.1 O QUE SÃO FIDC?

Os Fundos de Recebíveis foram criados com o objetivo de dar liquidez ao mercado de crédito, reduzindo o risco e ampliando a oferta de recursos. Com eles as empresas passaram a ter uma opção de financiamento alternativa, seja ao sistema bancário, seja no mercado de capitais, e os bancos passaram a ter a possibilidade de vender seus créditos para fundos de recebíveis especialmente criados para esse fim, abrindo espaço em sua carteira para novas operações de crédito. (FORTUNA, 2005, p. 492)

Os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC) foram criados pela Resolução do Banco Central n° 2907/01 e têm se apresentado como uma bela alternativa de captação de recursos para bancos e empresas com grande quantidade de recebíveis. A Resolução 356 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) considera que “FIDC é a comunhão de recursos que destina parcela preponderante ao respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios”.

A administração de FIDC pode ficar a cargo dos bancos múltiplos; bancos comerciais; Caixa Econômica; banco de investimento; sociedade de crédito, financiamento e investimento; sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários. Em relação ao ingresso nestes fundos, eles podem ser tanto abertos (com livre entrada e saída de cotistas e prazo indeterminado) ou fechados (com entrada e saída restrita e prazo determinado de duração do fundo). Em se tratando de fundos fechados, as cotas podem ser

negociadas em balcão ou bolsa de valores, através da CETIP (sistema de negociações CETIPNet) ou através da BOVESPA (Sistema BOVESPAFIX ou SOMAFIX<sup>19</sup>).

## 8.2 O MERCADO ATUAL

O mercado de fundos de investimentos em direitos creditórios tem crescido de forma acelerada. Apontado como alternativa aos meios de financiamentos tradicionais, este tipo de fundo envolve sempre enormes quantias de recursos. Isto posto, a análise do panorama atual do mercado de FIDCs demanda a segregação da situação atual no que se refere à criação de FIDCs, *market share*, mercado secundário.

### a) Criação de FIDCs:

A criação de FIDCs no Brasil tem sido acelerada, porém, é fato que ainda exista muito espaço para crescer, conforme quadro abaixo:

Ano	Nº Fundos Criados
2002	4
2003	14
2004	39
2005	67
2006	67
2007	70

**Quadro 4: Criação de FIDC nos últimos anos**

Fonte: **InvestNews**, disponível em

[http://br.advfn.com/p.php?pid=agencia\\_interativa&start\\_date=20080521&start\\_page=&noticia=26458308](http://br.advfn.com/p.php?pid=agencia_interativa&start_date=20080521&start_page=&noticia=26458308), acesso em 29/10/2008.

Entre os profissionais do mercado, é consenso que a redução na taxa de crescimento nos últimos dois esteja atrelada ao grande número de empresas que

<sup>19</sup> O BOVESPAFIX é voltado para títulos de dívida corporativa. O SOMAFIX é utilizado como balcão de renda fixa organizado.

passaram a ter suas ações negociadas em bolsa de valores, através de IPOs (*Initial Public Offering*).

Atualmente, estão em funcionamento 207 FIDCs, constituídos a partir de diversos direitos creditórios (ex: empréstimos consignados, financiamentos imobiliários e de veículos, etc), somando R\$ 39.770.413.930,00 aplicados em suas cotas na forma de patrimônio líquido.

#### b) Market share

*Market share*, pode ser traduzido livremente como participação de mercado. Segundo relatórios divulgados pela Anbid, em 19 de novembro de 2007 e 29 de outubro de 2008, os FIDCs no Brasil eram responsáveis pelos seguintes números, relativos ao universo de todos os fundos de investimentos existentes no país, conforme classificação da ANBID<sup>20</sup>:

Captação por categoria no Ano: R\$ 59,1 bi		ANBID 40 ANOS EXISTINDO UM BOM FUNDOS					
Tipo	Patrimônio Líquido na Data	No mês (Out2007)			No ano até a data		
		Aplicações	Resgates	Captação Líquida	Aplicações	Resgates	Captação Líquida
Curto Prazo	28.854,62	19.539,54	19.306,02	233,52	182.773,33	179.938,63	2.834,70
Referenciado DI	170.676,62	27.985,41	28.909,22	-923,82	239.166,99	251.223,72	-12.056,74
Renda Fixa	359.185,70	31.820,85	35.639,59	-3.818,75	344.428,26	336.691,53	7.736,74
Multimercados	269.143,22	17.661,64	14.235,11	3.426,53	172.537,43	142.751,01	29.786,42
Câmbio	691,38	41,19	41,83	-0,64	531,13	983,94	-452,80
Dívida Externa	713,55	334,18	171,53	162,65	4.019,74	5.472,79	-1.453,05
Ações	126.254,95	4.546,90	3.409,84	1.137,06	48.228,21	30.828,65	17.399,56
Privatização	31.233,07	2.752,97	1.475,33	1.277,64	11.464,07	7.676,54	3.787,52
Previdência	88.495,10	2.883,52	1.784,02	1.099,50	23.965,99	18.351,60	5.614,39
FIDC	24.180,62	488,31	215,69	272,61	9.073,53	3.191,20	5.882,33
Total	1.099.428,84	108.054,51	105.188,18	2.866,33	1.036.188,68	977.109,61	59.079,07

**Tabela 1: Captação Fundos de Investimento**

Fonte: ANBID.

[http://www.anbid.com.br/documentos\\_download/fundos\\_investimentos/boletins\\_mensais/Boletim\\_Out\\_07.pdf](http://www.anbid.com.br/documentos_download/fundos_investimentos/boletins_mensais/Boletim_Out_07.pdf), acesso em 29 de outubro de 2008.

<sup>20</sup> A classificação da ANBID divide todos os fundos de investimentos em 7 tipos ( Curto Prazo, Referenciados, Renda Fixa, Multimercados, Investimentos no Exterior, Ações, Cambial), além dos que possuem regulamentação própria (Fundos de Previdência, Imobiliários, Direitos Creditórios, de Índices, de Participações)

<b>Situação FIDCs em 29/10/2008</b>	
Captação Anual (01/01/2008 – 29/10/2008)	7.707.000.000,00
Captação 360 dias (anteriores a 29/10/2008)	11.483.135.430,53
Patrimônio Líquido	37.182.388.780,00
Participação sobre Fundos de Investimentos (%)	3,36

**Quadro 5: Situação FIDC em 29/10/2008**

Fonte: **ANBID**.

[http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=2&temp2=3&proj=ANBID&pub=T&nome=sec ESTATISTICAS FUNDOS PICap&db=CalSQL2000](http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=2&temp2=3&proj=ANBID&pub=T&nome=sec%20ESTATISTICAS%20FUNDOS%20PICap&db=CalSQL2000), acesso em 29 de outubro de 2008.

Apesar da baixa participação no universo macro, os FIDCs estão a atrair a atenção dos participantes do mercado. Prova disso, é que apesar da crise econômica americana, houve forte aumento nas captações líquidas (a captação anual em 2007 foi de R\$ 5.882.330.000,00, contra R\$ 7.707.000.000,00, aumento de 31,02%).

A maior participação dos FIDCs no mercado brasileiro ainda esbarra em uma maior pulverização do mercado. As causas desta realidade são: os bancos concentram o maior número de operações, há poucos custodiantes, há poucas agências de *rating*, limitações da legislação.

Os bancos são os maiores responsáveis pelas operações existentes. A concentração das operações acaba por limitar o leque de opções do investidor, concentrando as operações em direitos de crédito provenientes do setor bancário. O quadro abaixo, relativo ao último levantamento divulgado pela ANDIMA, demonstra a origem dos direitos creditórios:

Tipo de Recebíveis por Fundos (R\$ milhões)												
Receível	Fundos Abertos				Fundos Fechados				Total			
	Nº	%	Valor Receb.	%	Nº	%	Valor Receb.	%	Nº	%	Valor Receb.	%
Financeiro	11	44	1.211	72,07	24	40	3.440	35,75	35	41,18	4.651	41,15
- CDC Veículos	3	27,27	672	55,45	4	16,67	258	7,51	7	20	930	20
- Crédito Consignado	8	72,73	540	44,55	18	75	2.335	67,88	26	74,29	2.875	61,80
- Outros	0	-	-	-	2	8,33	847	24,61	2	5,71	847	18,20
Comercial	6	24	327	19,47	19	31,67	2.631	27,34	25	29,41	2.958	26,17
Multisetorial	3	12	72	4,28	1	1,67	19	0,20	4	4,71	91	0,81
Imobiliário	2	8	25	1,49	7	11,67	561	5,83	9	10,59	586	5,18
Industrial	1	4	6	0,34	3	5	74	0,77	4	4,71	80	0,71
Serviços	2	8	40	2,36	6	10	2.896	30,10	8	9,41	2.936	25,97
<b>Total</b>	<b>25</b>	<b>100</b>	<b>1.681</b>	<b>100</b>	<b>60</b>	<b>100</b>	<b>9.621</b>	<b>100</b>	<b>85</b>	<b>100</b>	<b>11.302</b>	<b>100</b>

Nota: Dados relativos aos fundos registrados na CVM até out/05. Fonte: CVM e Administradoras. Elaboração: ANDIMA.

#### Quadro 6: Tipos de Recebíveis por Fundos

Fonte: **ANDIMA**. Disponível em <http://www.andima.com.br/publicacoes/args/fidc.pdf>, acesso em 11 de novembro de 2008.

A existência de poucos custodiantes também dificulta a popularização dos FIDCs, uma vez que a existência de mais participantes neste mercado levaria a maior concorrência e conseqüente queda nos custos de formação dos fundos.

Agências Classificadoras de Risco por Número e Patrimônio dos Fundos Avaliados (R\$ milhões)									
Agências Classificadoras de Risco	Fundos Fechados			Fundos Abertos			Total		
	Nº	PL	%	Nº	PL	%	Nº	PL	%
Standard & Poors	16	2.447	21,8	4	192	10,6	20	2.638	20,2
Fitch Atlantic Rating	15	5.673	50,4	2	53	2,9	17	5.726	43,9
Austin Rating	11	592	5,3	14	1.396	77,2	25	1.988	15,2
Moodys Investors	10	2.269	20,2	0	0	0,0	10	2.269	17,4
SR Rating	6	208	1,9	3	32	1,8	9	240	1,8
LF Rating	1	52	0,5	1	2	0,1	2	54	0,4
Não tem	1	9	0,1	1	133	7,4	2	142	1,1
<b>Total</b>	<b>60</b>	<b>11.249</b>	<b>100</b>	<b>25</b>	<b>1.808</b>	<b>100</b>	<b>85</b>	<b>13.057</b>	<b>100</b>

#### Quadro 7: Agências de Rating

Fonte: **ANDIMA**. Disponível em <http://www.andima.com.br/publicacoes/args/fidc.pdf>, acesso em 11 de novembro de 2008.

A obrigatoriedade dos FIDCs serem voltados a investidores qualificados também suscita menores números de participantes. É bem verdade que a análise dos FIDCs não é trivial como a dos tradicionais fundos de renda fixa, por exemplo. Os FIDCs demandam conhecimento sobre cessões de crédito e bom *forecasting*, haja vista o comportamento dos direitos de crédito no tempo.

c) Mercado secundário

Atualmente, o mercado secundário de cotas de FIDCs não apresenta um alto grau de liquidez. É lugar comum entre os administradores adicionar ao prospecto dos fundos o risco de liquidez, uma vez que nosso mercado ainda não está tão acostumado a esta alternativa de investimento. Obviamente, deve ser ressaltado que a própria estrutura destes fundos não permite grande liquidez como aqueles que possuem suas carteiras operações compromissadas, por exemplo. Ainda assim, há muito espaço para crescer.

Segundo dados da BMF&BOVESPA<sup>21</sup>, em setembro de 2008, as negociações relacionadas aos FIDCs atingiram apenas R\$ 17,2 milhões, enquanto que na CETIP<sup>22</sup> foram negociados R\$ 180,9 milhões, atingindo um total de R\$ 198,1 milhões. Em um mercado em que os fundos são formados por bilhões de reais, pode-se afirmar que ainda possuímos um ambiente incipiente para esta modalidade de investimento.

A obrigatoriedade de que os investidores dos FIDCs sejam qualificados e a estrutura dos fundos também são entraves a uma melhor situação do mercado secundário. A participação de poucos investidores obviamente leva a menor número de negócios. Quanto à estrutura dos fundos, eles dificultam mais negócios na medida em que não são títulos que compõem a carteira, mas direitos de crédito.

---

<sup>21</sup> **BMF&BOVESPA.** <http://www.bmfbovespa.com.br/portugues/081007NotA.asp#4>, acesso em 02 de novembro de 2008.

<sup>22</sup> **CETIP.** [http://www.cetip.com.br/astec/series\\_v05/paginas/web\\_v04\\_10\\_03\\_consulta.asp](http://www.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/web_v04_10_03_consulta.asp), acesso em 02 de novembro de 2008.

### 8.3 A COMPOSIÇÃO DOS FIDC

De acordo com a legislação vigente<sup>23</sup>, são direitos de creditórios:

- a) Direitos e títulos representativos de direitos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como os direitos e títulos representativos de créditos de natureza diversa, assim reconhecidos pela CVM;
- b) Os *warrants* e contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para a entrega ou prestação futura, bem como os títulos ou certificados representativos desses contratos, desde que com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora observada, nesse último caso, a regulamentação específica da SUSEP.

Em suas composições de carteiras, os FIDC devem respeitar o limite de no mínimo 50% das aplicações da carteira em direitos creditórios, podendo os outros 50% estarem aplicados em títulos do Tesouro Nacional, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional (exemplo: direitos creditórios do FCVS e títulos CVS), títulos estaduais e municipais, CDB/RDB, outros títulos de renda fixa.

Os FIDC possuem duas peculiaridades: a obrigatoriedade de seus cotistas serem investidores qualificados<sup>24</sup>, o que demonstra a dimensão deste tipo de aplicação, e a

---

<sup>23</sup> Resoluções 356/01, 393/03, 399/03 da CVM.

<sup>24</sup> Instrução CVM nº 409, artigo 109, de 18/08/2004: Instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedade de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; pessoas físicas ou jurídicas que possuem investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito a sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; fundos de investimentos destinados exclusivamente a investidores qualificados, administradores de carteiras e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação ao seus recursos

existência de cotas de classe sênior e de classe subordinada. A Resolução 356 da CVM aponta que “classe sênior é aquela que não se subordina às demais para efeito de amortização e resgate”, assim como a classe subordinada é “aquela que se subordina à cota sênior ou a outras cotas subordinadas, para efeito de amortização e resgate”, ou seja, o cotista sênior fica garantido de efetuar o resgate de suas cotas, bem como de receber primeiro os rendimentos do fundo, já que o cotista subordinado não o pode fazer sem a primeira ação do cotista sênior. As cotas têm valor mínimo de R\$ 25 mil e, obrigatoriamente, devem ser classificadas por agência de *rating* no país. FORTUNA (2005, p.494) destaca o mecanismo de segurança e as vantagens dos FIDC:

Na prática, o cedente dos créditos transfere ao fundo uma série de ativos para garantir os investidores principais, criando uma espécie de blindagem do fundo contra eventuais problemas que ele, cedente, possa a vir ter. Por seu lado, os investidores em cotas seniores estão, na realidade, emprestando dinheiro através da aquisição das cotas, ao custo da remuneração do fundo, e que certamente tem um valor menor do que o financiamento em mercado desses recebíveis.

#### 8.4 AS VANTAGENS DOS FIDC

Os FIDC têm como vantagens:

- a) Aumentam a liquidez do mercado de crédito;
- b) Permitem a antecipação de receitas;

---

próprios; regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

- c) São um meio de acesso ao mercado de capitais, haja vista e existência de mercado secundário de suas cotas, através do sistema BOVESPAFIX e SOMAFIX, ambos da BOVESPA;
- d) Abrem espaço na carteira de crédito dos bancos para novas operações;
- e) São contabilizados como *off balance sheet*, ou seja, contas extra-balanço nas contas de bancos;
- f) Regulamentados e fiscalizados pela CVM, demonstrando transparência na sua administração;

## 8.5 OS RISCOS ENVOLVIDOS

Segundo FORTUNA (2005, p. 726), “risco é a possibilidade de perda”. Para ROSS, WESTERFIELD, JORDAN (2008, p. 413), “o risco de ter a propriedade de um ativo vem das surpresas – os eventos não previstos”. A conceituação de risco é importante, haja vista que durante o processo de formação de um FIDC, é essencial que seja dada a devida importância aos riscos inerentes a este tipo de Fundo. Tal é a importância da análise de riscos que a sua tipificação deve estar explícita no regulamento do fundo.

Diante disso, os riscos em que um FIDC estruturado em direitos do FCVS pode incorrer são:

- a) Risco de crédito: É a possibilidade de perda associada ao não cumprimento de compromisso assumido pela contraparte;
- b) Risco de liquidez: Provém da dificuldade em negociar os ativos ou as cotas do fundo. É a dificuldade de se encontrar compradores;

- c) Risco econômico: Decorre dos efeitos da economia do país sobre o fundo, configurando-se como um risco que não pode ser influenciado pelas atitudes do gestor;
- d) Risco político: É a influência das decisões políticas do país sobre a realidade do FIDC;
- e) Risco legal: É o risco do fundo incorrer em desobediência à regulamentação associada;
- f) Risco de mercado: Também chamado de Risco de Preços, está associado à mudança no valor dos ativos e passivos do fundo;
- g) Risco soberano: É a possibilidade do governo honrar seus compromissos nos prazos e demais condições acertadas. A moratória de um país é um exemplo considerado na análise desse risco.

## 8.6 PARTICIPANTES DO PROCESSO

Segundo estudo realizado pela Andima-CETIP (2005, p. 23), a existência de um FIDC demanda a existência de pelo menos 9 instituições: empresa originadora, estruturador, escritório de advocacia, administrador, custodiante, agência classificadora, auditoria independente, investidores.

O processo é iniciado pela geração de créditos da empresa originadora, que possui créditos a receber decorrentes da venda de produtos ou serviços ou financiamentos concedidos. Após, é contratado um estruturador, ou seja, uma consultoria especializada, que fará o levantamento e escolha dos créditos a serem

securitizados mediante um FDIC. Em seguida, um escritório de advocacia é escolhido para formar a base jurídica do fundo, através da confecção de prospecto , por exemplo.

O passo seguinte é a constituição formal de um administrador (obrigatoriamente, uma instituição financeira. O administrador tem por responsabilidades a guarda atualizada do registro de cotistas, do livro de atas das assembléias, o livro ou lista de presença de cotistas, os pareceres dos auditores independentes, os registros contábeis do fundo, a documentação relativa às movimentações do fundo pelo prazo de 5 anos, informar os cotistas e a entidade reguladora, defender os seus cotistas quando necessário, custear as despesas do fundo quando não forem de responsabilidade dos cotistas, manter serviço de atendimento ao cotista, cumprir as deliberações da assembléia geral, fiscalizar os serviços prestados por terceiros em favor do fundo.

O custodiante é o responsável pela guarda dos direitos creditórios. Estão sob a sua tutela a análise do lastro da operações, validação e liquidação física e financeira das operações, bem como a cobrança e guarda de documentação relacionadas aos ativos do fundo. As agências classificadoras são responsáveis pela análise de risco do fundo e das cotas colocadas à disposição do público, devendo assegurar tais classificações atualizadas.

Finalmente, os investidores aplicam suas reservas nos FIDC. É importante salientar que este tipo de fundo só aceita investidores qualificados, ou seja, investidores que assim estejam enquadrados na Instrução CVM n° 409.

Como forma de elucidar todo este processo, a formação de um FIDC com créditos do FCVS obedeceria o rito descrito no Anexo A.

## 8.7 A TRIBUTAÇÃO APLICADA AOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS<sup>25</sup>

A tributação aplicada aos fundos de investimentos em direitos creditórios está relacionada à cobrança de dois impostos federais: imposto de renda e o imposto sobre operações financeiras. A responsabilidade pelo recolhimento dos tributos é do próprio fundo.

### 8.7.1 Imposto de Renda

A Tributação aplicada aos Fundos de Investimentos está fundamentada nas Leis nº 11.033/04 e nº 11.053/04 e Instrução Normativa nº 487/04 , criou um escalonamento de alíquotas para as aplicações de renda fixa e renda variável. Visando criar uma cultura de aplicações de longo prazo, foi instituída a seguinte forma de cobrança para as aplicações em renda fixa, em carteiras consideradas de longo prazo, ou seja, com prazo médio acima de 365 dias:

Prazo de aplicação	Alíquota de Imposto de Renda
Até 180 dias	22,5%
De 181 dias a 360 dias	20%
De 361 dias a 720 dias	17,5%
Acima de 720 dias	15%

#### **QUADRO 7: Prazos Imposto de Renda**

Fonte: **Receita Federal**. Instrução Normativa 487/04.

---

<sup>25</sup> À exceção dos fundos previdenciários.

A regra para os fundos de curto prazo (prazo médio da carteira inferior a 60 dias e ativos com vencimento máximo de 375 dias) é de 22,5% para as aplicações até 180 dias e 20% para as aplicações acima de 180 dias.

Os fundos de renda fixa de curto e longo prazo também são obrigados a recolher as alíquotas de 15% e 20%, respectivamente, semestralmente, em virtude do chamado sistema come-cotas.

Os fundos de renda variável (ex.: fundo de ações) estão sujeitos a uma regra única, uma vez que eles são obrigados a recolher 15% sobre o rendimento nas datas de resgate.

### 8.7.2 Imposto sobre Operações Financeiras (IOF)

O IOF é abrangido apenas o primeiro mês de aplicação, obedecendo a tabela abaixo:

Número de dias decorridos após a aplicação	IOF (em%)	Número de dias decorridos após a aplicação	IOF (em%)
1	96	16	46
2	93	17	43
3	90	18	40
4	86	19	36
5	83	20	33
6	80	21	30
7	76	22	26
8	73	23	23
9	70	24	20
10	66	25	16
11	63	26	13
12	60	27	10
13	56	28	6
14	53	29	3
15	50	30	0

**Quadro 8: Incidência IOF**

Fonte: FORTUNA (2005, p. 479)

## 8.8 TAXAS

A razão básica para a existência de fundos de investimentos é a remuneração de cotistas e administradores. Cotistas recebem seus lucros através da divisão total dos lucros obtidos pela carteira do fundo. Contudo, se é vedado aos administradores a participação nos lucros da carteira de investimentos, qual é a origem de seus rendimentos? A resposta desta pergunta está nas taxas cobradas pelos fundos. As taxas cobradas podem ser divididas em taxas de administração, de performance, de entrada ou saída.

A taxa de administração está presente em todos os fundos e é a fonte principal de remuneração do administrador. O valor da taxa a ser cobrada é um percentual anual calculado sobre o patrimônio líquido do fundo, deduzido diariamente do valor das cotas. A taxa de administração é utilizada para custear a administração do fundo, bem como gerar lucro para o administrador.

A taxa de performance ou *success fee*, é cobrada de acordo com uma meta de rentabilidade estabelecida para o gestor. É cobrada na forma percentual sobre o índice pactuado. (Ex.: o fundo X cobra 20% sobre o que exceder o CDI à título de taxa de performance).

As taxas de entrada e saída são cobradas por alguns fundos na aplicação ou no resgate de cotas. Muito utilizadas na manutenção dos clientes nos fundos, ambas podem funcionar como penalização ao cotista que pretende obter liquidez imediata (Ex.: O fundo X cobrará taxa de 1% sobre o PL se o resgate ocorrer em até 6 meses após o início do fundo).

## 9. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente trabalho está estruturado como modelo consultoria. ROESCH (1999, p. 65) aponta que este tipo de pesquisa é a melhor alternativa para “apresentar soluções para problemas já diagnosticados. Pode ou não incluir a implementação do plano”. ROESCH (1999,p. 71) salienta que “a proposição de planos objetiva apresentar propostas de planos ou sistemas para solucionar problemas organizacionais”.

Para tanto, os meios de coleta de dados a serem utilizados serão: experiência do autor sobre o assunto que está sendo tratado, análise de relatórios e documentos internos da empresa, além de pesquisa bibliográfica acerca de fundos de investimentos em direitos creditórios.

Após a colheita de dados, todos eles serão estruturados de maneira lógica, por meio de divisão implícita do trabalho em duas partes: (i) revisão histórica e teórica a respeito do FCVS e dos FIDC (ii) estudo da viabilidade de criação de um FIDC, através da análise da situação atual e da situação projetada.

Mais especificamente, será feito um apanhado histórico de formação do FCVS, do seu funcionamento e do que foi derivado da sua atuação. Após, será proposta uma alternativa prática para o banco XPTO S.A., concluindo sobre a sua viabilidade ou não.

## 10. A FORMAÇÃO DO FIDC XPTO FCVS

Neste capítulo será demonstrada a base para a formação do FIDC XPTO FCVS. A origem dos direitos de crédito, os riscos envolvidos, a exclusão do direito de crédito da exigibilidade de crédito imobiliário e as características gerais.

### 10.1. A ORIGEM DO DIREITO DE CRÉDITO

Durante o ano de 2002, o banco XPTO S.A. executou uma grande ação de novação de créditos junto ao FCVS. Motivado pelos efeitos da Lei 10.150 de 2000, a gerência de crédito imobiliário, responsável pela guarda dos contratos de crédito imobiliário e de créditos a receber do FCVS, elaborou um plano de ação que visava levantar quais contratos ativos ou inativos seriam passíveis de habilitação. Assim, este plano era baseado nos seguintes passos: levantamento, separação de contratos, informação à CEF pelo FCVS2000, criação de dossiês individuais, habilitação, colhimento de assinaturas, entrega dossiê para a CEF.

A fase de levantamento consistia em delegar a um funcionário a atividade específica de localizar e separar os contratos com cobertura do FCVS, nos arquivos da unidade de crédito imobiliário. Essa tarefa demandou bastante tempo, uma vez que os contratos eram separados em ordem cronológica, e não por espécie de contrato, além da dificuldade de pouca ou nenhuma informatização dos contratos mais antigos.

A separação dos contratos foi feita com base nos planos de contratação (A, B, C, PES, PCR), já que a forma de adesão ao FCVS era diferente em cada plano, influenciando na formação de valores a receber da instituição. Cabe ressaltar que a instituição objeto

deste estudo só possuía contratos assinados durante a vigência do PES, de acordo com a pesquisa efetuada.

A partir da separação dos contratos, eram informados à CEF, através do FCVS2000, os dados gerais dos mutuários e dos contratos que o banco entendia resultarem em créditos a receber. O resultado desta ação está demonstrado no quadro abaixo:

### **SITUAÇÃO CONTRATOS**

Situação do contrato	Quantidade
	Valor (R\$)
Habilitados, mas não homologados	35
	1.497.315,00
Homologados	244
	721.844.733,00

**Quadro 9: Situação contratos**

**Fonte: Relatórios internos banco XPTO S.A.**

É importante salientar que dos contratos homologados, a sua totalidade é advinda da aquisição de créditos de outras duas instituições, sendo um banco falido e um instituto de previdência. Assim, foi acordado através de um contrato de cessão de créditos que as instituições cedentes do crédito ficariam encarregadas de efetuar todo o processo novação, porém, o direito de crédito passaria para as mãos do banco XPTO, inclusive os títulos CVS resultantes do trabalho feito, assim como a substituição daqueles contratos que foram adquiridos, mas foram rejeitados pela CEF por motivo

de duplicidade<sup>26</sup>, inconsistência de dados ou qualquer outro motivo. Portanto, o banco XPTO possui um crédito a ser novado da ordem de R\$ 721.844.733,00, podendo ser aumentado para 723.342.048,00, caso todos os contratos habilitados fossem homologados<sup>27</sup>.

Assim, quando da cessão dos direitos creditórios das instituições falidas para o banco XPTO, foi imposta a condição de que os direitos de crédito fossem dos tipos “A” ou “C”, portanto, com correção de 6,17%+TR para os direitos de créditos adquiridos das duas instituições falidas.

## 10.2 OS RISCOS ENVOLVIDOS NA CRIAÇÃO DO FIDC XPTO FCVS

Os riscos envolvidos na criação de um FIDC com direitos provenientes do FCVS são:

- a) Risco de crédito: O risco de crédito atrelado ao FIDC XPTO FCVS está na possibilidade de não haver dotação orçamentária da União para a emissão de títulos CVS, e conseqüente falta de novação;
- b) Risco de liquidez: Em virtude da inexistência de um mercado de FIDCs altamente líquido no Brasil, deve ser levado em conta a possibilidade de não haver compradores para os direitos creditórios do fundo;

---

<sup>26</sup> Está pacificado que o FCVS cobrirá apenas um contrato por mutuário, ou seja, caso o agente financeiro possua mais de um contrato do mesmo mutuário, com cobertura do FCVS, apenas o primeiro será quitado, transformando-se em títulos CVS.

<sup>27</sup> Aumento tomando como base o mês de setembro, desconsiderando a correção de juros +TR.

- c) Risco econômico: Decorre dos efeitos causados pelo desempenho da economia sobre as decisões do governo, podendo gerar perda para o fundo, uma vez que o direito de crédito possuído é contra a União;
- d) Risco político: As decisões políticas poderão influenciar no andamento dos processos de novação. A sanção da Lei 10.150/00 é um exemplo da influência do risco político sobre o FCVS;
- e) Risco de mercado: A aplicação de excessivo deságio no momento da venda dos direitos de crédito pode acarretar perdas para o fundo;
- f) Risco soberano: A possibilidade do governo não pagar seus credores poderá gerar perdas para o fundo, afetando diretamente os direitos sobre os contratos a serem novados.

### 10.3 OS CUSTOS DE ESTRUTURAÇÃO DE UM FIDC

Os custos de estruturação de um FIDC estão relacionados a apresentação da proposta ao mercado. A figura... apresenta os custos estimados para o lançamento de um FIDC, de acordo com um *benchmark*, o FIDC CEEE<sup>28</sup>:

---

<sup>28</sup> Com o intuito de realizar o estudo da viabilidade do FIDC XPTO FCVS, serão utilizados os custos do *benchmark*.

As despesas abaixo indicadas serão de responsabilidade da Cedente:

<b>Custos para o Fundo</b>	<b>Montante * (R\$)</b>	<b>% sobre o total da Oferta *</b>
Apresentação a Investidores e Impressão de Prospectos	150.000,00	0,13
Publicações Legais	74.000,00	0,06
Comissão de Colocação	1.154.500,00	1,00
Comissão de Estruturação	615.000,00	0,50
Agência de <i>Rating</i>	230.000,00	0,20
Auditores	60.000,00	0,05
Advogados	120.000,00	0,10
Taxa para registro na CVM	82.870,00	0,07
<b>Total dos custos</b>	<b>2.486.370,00</b>	<b>2,11</b>

\* Valores arredondados

#### **Tabela 2: Custos Estruturação FIDC**

Fonte: **Material divulgação prospecto FIDC CEEE**, disponível em [http://www.banrisul.com.br/bob/download/Banrisul\\_CEEE\\_Prospecto\\_Definitivo.pdf](http://www.banrisul.com.br/bob/download/Banrisul_CEEE_Prospecto_Definitivo.pdf), acesso em 10 de novembro de 2008;

## 10.4 O IMPACTO SOBRE A EXIGIBILIDADE DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO

O principal efeito causado pela criação de um FIDC com os direitos creditórios do FCVS nas contas do banco XPTO será a exclusão desses direitos do cálculo da exigibilidade de cálculo do crédito imobiliário. A fim de que seja analisado os efeitos desta exclusão, será tomado como data-base o dia 30 de setembro de 2008. Assim, a posição de aplicação em crédito imobiliário do banco XPTO era:

**BANCO XPTO S.A.**  
**Unidade Financeira**

**POSIÇÃO EM JUNHO 2008**

<b>COD.SPB</b>	<b>DIRECIONAMENTO - RESOLUÇÃO 3347</b>	
	<b>BASE DE CÁLCULO (MEDIAS):</b>	
<b>6001</b>	1 - Depósitos Poupança/Depósitos Mês de Referência.:	4,306,692,525
<b>6002</b>	2 -Depósitos Poupança/Doze Meses Anteriores:	4,241,543,416
	<b>FINANC. HABITACIONAIS NO AMBITO - SFH</b>	<b>2,201,991,309</b>
<b>6100</b>	3 - Fin. Aquis.Imóveis Residenciais	615,648,975
<b>6101</b>	4 - Fin. Produção (Excet.Desemb.):	65,270,079
<b>6102</b>	4.01- Des. Programados (Med.Tít.)	60,850,852
<b>6103</b>	5 - Fin. Hab. Prod. (Méd.Tít.)	
<b>6104</b>	6 - Fin.Materiais Construção art 2-V-Res.3347	0
<b>6105</b>	7 - Cartas Créditos Conc. (Méd.Tít.):	71,851,997
<b>6106</b>	8 - Cédulas Hipotecarias/CCI	
<b>6107</b>	9 - Letras Hipotecárias Cartas Crédito	40,480,340
<b>6108</b>	10 - L.H. art.1 Res.2578	0
<b>6109</b>	11 - Cred. Div. FCVS Novada:	218,792,399
<b>6110</b>	12 - Imóveis Hab. Não Alienados	0
<b>6111</b>	13 - Saldo Depósitos Fahbre	0
<b>6112</b>	14 - Saldo Depósitos Festa	0
<b>6113</b>	15 - Créditos Junto FCVS: ( * )	721,844,733
<b>6114</b>	16 - Desconto Lei 10150-art.2-XV-Res.3347	0
<b>6115</b>	17 - Op. Fx. Especial art.2-XI-Res.3347	0
<b>6116</b>	18 - Dir. Cred. Pessoa Física	0
<b>6117</b>	19 - Cert. Receb. Imob.	3,014,943
<b>6118</b>	20 - Fin.Prod.Mult.art.2-XVII-Res.3347	9,246,542
<b>6119</b>	21 - art.12 Res.3347	8,191,730
<b>6120</b>	22 - Oper.C/Repasses e Refinan.	0
<b>6121</b>	23 - Oper. Fundos e Programas	0
<b>6122</b>	24 - Letras Hipotecárias Emitidas	0
<b>6123</b>	LCI emitidas	0
<b>6124</b>	Letras Créd. Imob.	0
<b>6125</b>	Cotas Fundos Inv. Imob.	0
<b>6126</b>	Cotas Fundos Dir. Creditórios	0
<b>6127</b>	FCVS / PROER Total Atualizado	0
<b>6128</b>	FCVS / PROER Cumputado Direc.	0
<b>6129</b>	FCVS Novado Utilizado Total	0
<b>6130</b>	FCVS Novado Utilizado Direc.	0
<b>6131</b>	FCVS Novado Permutado Total	0
<b>6132</b>	FCVS Novado Permutado Direc.	0
<b>6133</b>	FCVS Novado Alienado Total	0
<b>6134</b>	FCVS Novado Alienado Direc.	0
<b>6135</b>	SFH 35% - Gar.CRI art.2-XXIII - Res.3347	0
<b>6136</b>	SFH Fin.Hab.Empre. art.2-XIX Res.3347	0
<b>6137</b>	SFH DII Recursos Captados	continua

		continuação
COD.SPB	DIRECIONAMENTO - RESOLUÇÃO 3347	
6138	SFH DII Recursos Aplicados	0
6139	SFH CRI c/ Multiplic art.14 Res.3347	0
6140	SFH Proj.Inv.San. art.2-XX-Res.3347	0
6141	SFH Est.Viab.San art.2-XXI-Res.3347	0
6142	SFH Val.Fin.Aquis.Originais art.13 Res.3347	251,525,442
6143	SFH Fin Aquis. c/Multiplic.art.13 Res.3347	386,798,719
6144	SFH Taxa Media Fin.Aquis. art.13 Res.3347	9.3373310
6145	SFH Quant.Imóveis Resid.art.13 Res.3347	4,867
6146	SFH Val.Aval.Orig.art.13 Res.3347	412,942,046
6147	SFH Val.Fin. Prod.Orig. art.13 Res.3347	0
6148	SFH Fin.Prod. c/Mult. art.13 Res. 3347	0
6149	SFH Tx.Md.Fin.Prod. art.13 Res.3347	0
6150	SFH Quant.Imov.Prod.art.13 Res.3347	0
6151	SFH Val.Aval.Orig.Prod.art.13 Res.3347	0
6152	SFH Mat.Constr.Inc.-art.2-XVIII Res.3347	0
6153	SFH Dif. Dez. 2005 art.3 Res. 3347 - Total	0
6154	SFH Dif. Dez. 2005 art.3 Res. 3347 - Direc.	0
6155	SFH Fin.Ref.Não Res.art.2-XXII - Res.3347	0
6156	SFH Fin Taxas Prefixadas Res.3347 art.1º,inciso 1,alinea B	39,232,936
	<b>FINANC. HABIT. A TAXA DE MERCADO - IMERC</b>	<b>298,092,451</b>
6700	IMERC Fin.Aq/Cons/Imov.Com.	80,943,488
6701	39 - IMERC Fin. Produção (Exct. Desemb.)	154,976,574
6702	39 IMERC Des. Programados (Med.Tít.)	21,116,282
6703	40 -IMERC Fin. Imob. Produção (Méd.Tít.)	0
6704	41 - IMERC Fin. Aq. Materiais Construção	0
6705	42 - IMERC Cartas Créditos Conc. (Méd.Tít.)	10,858,100
6706	43 - IMERC Cédulas Hipotecarias/CCI	0
6707	44 - IMERC Letras Hip. Car. Cr.	0
6708	45 - IMERC Direitos Creditos	0
6710	47 - IMERC Debêntures	0
6711	48 - IMERC Quota Fundos Inv. Imobiliário	0
6712	49 - IMERC Arrendamento Mercantil	0
6713	50 - IMERC Fin. Obras de Infra-estrutura	0
6714	51 - IMERC Imóveis Com. Não Alienados	0
6715	IMERC Fin. art. 2-XVII-Res. 3347	30,198,007
6716	IMERC art. 12 Res. 3347	0
6717	52 - IMERC Oper. C/Repases e Refinan.	0
6718	53 - IMERC Oper. Fundos e Programas	0
6719	54 -IMERC Letras Hipotecárias Emitidas	0
6720	IMERC LCI Emitidas	0
6721	IMERC Cotas Fund Inv. Dir. Creditório	0
6722	IMERC Letras Crédito Imobiliário	0
6723	IMERC DII RECURSOS CAPTADOS	0
6724	IMERC DII RECURSOS APLICADOS	0
6725	SH Fin Taxas Prefixadas Res.3347 art.1º,inciso 1,alinea B	2,157,485

		conclusão
<b>COD.SPB</b>	<b>DIRECIONAMENTO - RESOLUÇÃO 3347 OPERAÇÕES DE FAIXA LIVRE</b>	
6900	FLIVRE Fin.Cap. Giro Inc. e Co.	0
6901	FLIVRE Fin.Cap. Giro Mat. Constr.	0
6902	FLIVRE Der.Cred.Inst.SFN	0
6903	FLIVRE Titulos Dívida Pub.	0
6904	FLIVRE Dep. Interfinanceiros	0
6905	FLIVRE Emp.Fin.Gar.Hipot.	0
6906	FLIVRE Disp. Financeiras	0
6907	FLIVRE Outras Operações	0
	<b>TOTAL APLICADO</b>	<b>2,500,083,760</b>
	<b>AJUSTE MENSAL</b>	
	<b>CÁLCULO EXCESSO</b>	
	<b>Exigib. Aplic. Ambito do SFH</b>	2,205,602,576
	Total de Aplicações SFH	2,201,991,309
	Excesso/Deficiência Aplicação	(3,611,267)
	<b>Exigib.Aplic.Tx. Mercado</b>	551,400,644
	Total Aplic.Hab. Tx. Mercado	294,481,184
	Excesso/deficiência aplicação	(256,919,460)
	<b>Total de Excesso ou Deficiência</b>	<b>(256,919,460)</b>

**Quadro 10: Cálculo da exigibilidade poupança/crédito imobiliário**

Fonte: banco XPTO S.A.

Diante disso, em 30 de setembro de 2008, o banco XPTO S.A. possuía uma deficiência de R\$ 256.919.460,00 na conta de aplicações em crédito imobiliário. Conseqüentemente, o banco foi obrigado a depositar no Banco Central esta deficiência, recebendo como remuneração o índice de correção da poupança (Taxa Referencial).

A proposta de criação do FIDC XPTO FCVS acarretaria a retirada dos direitos de crédito do FCVS da conta de exigibilidade do crédito imobiliário. Tal ação levaria a uma deficiência de aplicação de R\$ 978.764.193,00, conforme o quadro abaixo:

	<b>TOTAL APLICADO</b>	<b>1, 778, 239, 027</b>
	<b>AJUSTE MENSAL</b>	
	<b>CÁLCULO EXCESSO</b>	
	<b>Exigib. Aplic. Ambito do SFH</b>	2, 205, 602, 576
	Total de Aplicações SFH	1, 480, 146, 576
	Excesso/Deficiência Aplicação	(725, 456, 000)
	<b>Exigib. Aplic. Tx. Mercado</b>	551, 400, 644
	Total Aplic. Hab. Tx. Mercado	(427, 363, 549)
	Excesso/deficiência aplicação	(978, 764, 193)
	<b>Total de Excesso ou Deficiência</b>	<b>(978, 764, 193)</b>

**Quadro 11: Cálculo da exigibilidade poupança/crédito imobiliário – situação projetada**

Fonte: banco XPTO S.A.

Portanto, o banco deveria repassar ao Banco Central R\$ 978.764.193,00. Em relação à gestão da exigibilidade, o quadro comparativo abaixo demonstra o panorama atual (1) e a situação projetada, considerando que a rentabilidade média da carteira de crédito imobiliário seja de 9,4% a.a., (conforme informações do banco XPTO) e que a TR de um ano (TR apurada com base no dia 6 de novembro de 2008) seja de 1,3749% a.a. :

<b>QUADRO COMPARATIVO</b>				
<b>Taxa Imobiliário (1)</b>	2,500,083,760.00	1.094	2,735,091,633.44	235,007,873.44
<b>TR (1)</b>	256,919,460.00	1.01374918	260,451,891.90	3,532,431.90
<b>TOTAL</b>	2,757,003,220.00	2.11	2,995,543,525.34	<b>238,540,305.34</b>
<b>Taxa Imobiliário (2)</b>	1,778,239,027.00	1.094	1,945,393,495.54	167,154,468.54
<b>TR (2)</b>	978,764,193.00	1.01374918	992,221,398.07	13,457,205.07
<b>TOTAL</b>	2,757,003,220.00	2.11	2,937,614,893.61	<b>180,611,673.61</b>
			<b>Diferença =</b>	<b>57,928,631.74</b>

**Quadro 12: Comparativo rentabilidades**

Fonte: Elaborado pelo autor

Logo, na situação 1, o XPTO tem aplicado R\$ 2.500.083.760,00, gerando uma rentabilidade anual de R\$ 235.007.873,44 (originados da rentabilidade média da carteira) mais a TR paga pelo Banco Central sobre os depósitos recolhidos

compulsoriamente, gerando o total de R\$ 238.540.305,34. Já na situação 2, haveria diminuição de rentabilidade em decorrência da retirada dos direitos creditórios do cálculo da exigibilidade e conseqüente aumento nos depósitos recolhidos ao Banco Centra que recebem apenas a TR como remuneração. A diferença verificada é de R\$ 57.928.631,74.

## 10.5 O IMPACTO NO BALANÇO PATRIMONIAL

Obviamente, a criação de um fundo de investimentos desta magnitude afetará diretamente o balanço patrimonial da empresa. Diante disso, é necessário que se faça uma análise da venda dos direitos creditórios para a administradora do FIDC a ser criado (entrada de caixa e exclusão de um ativo a ser realizado no longo prazo). O balanço patrimonial do banco XPTO está explícito no anexo B.

A retirada dos direitos de crédito FCVS resultaria na redução de R\$ 351.105.000,00 do ativo realizável a longo prazo<sup>29</sup>. Considerando-se o mesmo deságio aplicado no balanço patrimonial sobre os R\$ 721.844.733,00, mais o custo de estruturação de um FIDC, R\$ 2.486.370,00 mil, teríamos uma entrada e uma saída de caixa de R\$ 351.105.000,00 e R\$ 2.486,37 mil, respectivamente. Portanto, o banco XPTO obterá um ganho líquido de R\$ 348.618.630,00.

---

<sup>29</sup> O valor de R\$ 351.105 mil é o valor de mercado, ou seja, equivale a 48,64% do valor de face.

## 12. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os resultados da pesquisa apontam que a administração dos direitos de crédito do FCVS no banco XPTO S.A. poderia ser mais rentável com a criação de um fundo de investimentos em direitos creditórios. Ao iniciar a análise dos resultados da pesquisa, é imperioso salientar que a formação de um FIDC com os direitos de crédito provenientes do FCVS afetaria diretamente o cálculo da exigibilidade de poupança/crédito imobiliário e o balanço patrimonial.

A fim de que a análise seja mais clara, é necessário dividir os títulos CVS dos direitos de crédito do FCVS. Os títulos CVS são títulos emitidos pela Secretária do Tesouro Nacional com vencimento de 30 anos e já fazem parte da carteira do banco. Eles estão contabilizados no ativo circulante, ao contrário do direito creditório que é a esperança de recebimento, contabilizados no ativo realizável de longo prazo.

O cálculo de exigibilidade da poupança afeta a instituição à medida que o aumento da aplicação de recursos advindos da poupança trará maior ou menor rentabilidade para a empresa. Maior volume de financiamentos imobiliários (cumprimento da meta de exigibilidade) resulta em aplicação dos recursos à taxa média da carteira de crédito imobiliário. O contrário resulta em somas menores aplicadas à taxa média de 9,4% a.a., e o excedente (não cumprimento da meta da exigibilidade) acaba por ser recolhido ao Banco Central, com remuneração igual a TR.

O balanço patrimonial do banco é alterado, uma vez que os direitos de crédito estão alocados no ativo realizável de longo prazo pelo seu valor de mercado.

Isto posto, ao excluirmos o direito de crédito do cálculo da exigibilidade é verificada um deficiência de R\$ 978.764.193,00 no na meta de aplicação em crédito imobiliário. Ao compararmos a situação 1 (situação atual) com a situação 2 (situação projetada), observa-se a diferença de R\$ 57.928.631,74, ou seja, a situação 1 tende a

apresentar um resultado melhor, quando levarmos em conta apenas a exigibilidade e não a instituição como um todo.

Quanto ao balanço patrimonial, observa-se que a venda dos direitos de crédito para a administradora do fundo resultaria em antecipação de receita. Levando-se em conta os custos de formação do FIDC e o deságio de 48,64% aplicado sobre o valor de face de R\$ 721.844.733,00, o resultado pela venda dos direitos creditórios levaria à antecipação de R\$ 348.618.630,00.

Portanto, levando-se em conta que a instituição terá em seu caixa R\$ 348.618.630,00 podemos simular a aplicação desta quantia em títulos públicos federais. Logo, considerando a taxa SELIC em 13,75%a.a., o ganho líquido que a instituição deveria ter é de R\$ 421.557.324,07

<b>Tabela % Deságio</b>				
Valor Face	721,844,733.00			
Tx. SELIC	13,75%			
<b>% Deságio</b>	<b>% Face</b>	<b>Valor s/Valor Face</b>	<b>à Tx. SELIC</b>	<b>Rentabilidade</b>
107.06%	48.64%	348,618,908.13	396,554,008.00	47,935,099.87
101.39%	50.00%	358,435,996.50	407,720,946.02	49,284,949.52
82.96%	55.00%	394,528,233.15	448,775,865.21	54,247,632.06
79.68%	56.00%	401,746,680.48	456,986,849.05	55,240,168.57
76.51%	57.00%	408,965,127.81	465,197,832.88	56,232,705.07
73.44%	58.00%	416,183,575.14	473,408,816.72	57,225,241.58
73.14%	58.10%	416,905,419.87	474,229,915.11	57,324,495.23
72.84%	58.20%	417,627,264.61	475,051,013.49	57,423,748.88
72.55%	58.30%	418,349,109.34	475,872,111.87	57,523,002.53
72.25%	58.40%	419,070,954.07	476,693,210.26	57,622,256.18
71.95%	58.50%	419,792,798.81	477,514,308.64	57,721,509.84
71.66%	58.60%	420,514,643.54	478,335,407.02	57,820,763.49
71.36%	58.70%	421,236,488.27	479,156,505.41	57,920,017.14
71.07%	58.80%	421,958,333.00	479,977,603.79	58,019,270.79
70.78%	58.90%	422,680,177.74	480,798,702.18	58,118,524.44
70.49%	59.00%	423,402,022.47	481,619,800.56	58,217,778.09
67.63%	60.00%	430,620,469.80	489,830,784.40	59,210,314.60

**Quadro 13: Simulação**

Fonte: Elaborado pelo autor

Diante disso, tomando como linha d'água a Taxa SELIC, conclui-se que o FIDC só será viável caso o banco XPTO consiga vender seus direitos de crédito com deságio menor ou igual a 71,07%, uma vez que o seu déficit mensal será de R\$ 57.928.631,74, e a rentabilidade obtida com a aplicação em títulos federais passa a ser coberta a partir deste ponto.

### 13. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A realização deste trabalho foi extremamente útil para a prática das teorias apresentadas durante os anos de curso de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. A realização desta pesquisa serviu para aprimorar os conhecimentos relacionados ao mercado financeiro e gestão estratégica de um grande banco. Não há dúvida de que esse assunto está longe da exaustão, já que o tema permite a exploração de diversos pontos como a projeção do FIDC, a forma de gestão dos recursos que entrariam em caixa, etc. Contudo, o foco neste trabalho foi analisar a viabilidade de formação de um FIDC com os direitos de crédito provenientes do FCVS.

De acordo com a análise dos resultados, a formação de um FIDC está diretamente ligada ao percentual de deságio imposto sobre a matéria-prima do fundo de investimentos. No caso do banco XPTO, está evidente que a cobertura do déficit mensal ocasionado pela exclusão dos direitos creditórios só será coberta quando o banco conseguir negociar um deságio de 71,07% ou menor, já considerado o custo de estruturação de um FIDC, conforme o *benchmark* escolhido.

Diante da pesquisa apresentada, pode-se afirmar que este trabalho atingiu os objetivos propostos, analisando e concluindo sobre a viabilidade de criação de um FIDC, bem como identificando as vantagens desta modalidade de fundo e sua análise no banco XPTO.

Em tempo, deve-se ressaltar que esta obra, ainda que indiretamente, demonstrou que o assunto “habitação no Brasil” nem sempre teve o devido cuidado. As formas iniciais de contratação de financiamentos e o paternalismo do Estado levaram a uma situação caótica, que está muito longe do fim. A esperança dos interessados no assunto é de que o débito que a sociedade brasileira tem com os agentes financeiros não se alongue muito mais do que os 30 anos de vencimento dos títulos CVS, já que

há a certeza de novas emissões, mas não há a certeza de quitação da dívida sem comprometimento dos investimentos sociais.

## REFERÊNCIAS

ANDIMA- CETIP. **Estudos Especiais Produtos de Captação – FIDC**, disponível em <http://www.andima.com.br/publicacoes/arqs/fidc.pdf>, acesso em 18 de outubro de 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução n° 3347**, disponível em <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=106034751&method=detalharNormativo>, acesso em 11 de novembro de 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Financeiro da Habitação e o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo**, disponível em <http://www.bcb.gov.br/?SFHHIST>, acesso em 10 de setembro de 2008.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. **Manual de Normas e Procedimentos Operacionais do Fundo de Compensação das Variações Salariais – FCVS**, disponível em [www.abecip.org.br](http://www.abecip.org.br), acesso em 12 de outubro de 2008.

CAIXA ECONOMICA FEDERAL. **Relatório de Informações Gerenciais, de janeiro de 2006, sobre as atividades da CAIXA, relacionadas à administração do FCVS e do Seguro Habitacional do SFH**, disponível em [www.abecip.org.br](http://www.abecip.org.br), acesso em 27 de setembro de 2008.

CENTRAL DE TÍTULOS PÚBLICOS – CETIP. **Caderno de Fórmulas de Créditos Securitizados**: atualizado em 11 de agosto de 2003, disponível em [www.cetip.com.br](http://www.cetip.com.br), acesso em 03 de outubro de 2008.

FERREIRA, Thaís Porto. **A Concessão de Subsídios por Meio do Sistema Financeiro de Habitação**. 122f. Dissertação (Mestrado em Economia), Divisão de bibliotecas e documentação da PUC-RJ, Teses Digitais, disponível em [http://www2.dbd.pucRio.br/pergamum/biblioteca/php/mostrateses.php?open=1&arqtese=0015582\\_03\\_Indice.html](http://www2.dbd.pucRio.br/pergamum/biblioteca/php/mostrateses.php?open=1&arqtese=0015582_03_Indice.html), acesso em 20 de setembro de 2008.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro**: produtos e serviços. 16ª edição. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

ROSA, Sílvia. FIDC ganha espaço com ações em baixa. **Gazeta Mercantil**, disponível em <http://clippingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2008/7/9/fidc-ganha-espaco-com-aco-es-em-baixa>, acesso em 2 de novembro de 2008.

POCHMANN, Márcio. **Estudo traça o novo perfil do desemprego no Brasil**, disponível em <http://www.almg.gov.br/revistalegis/Revista26/marcio26.pdf>, acesso em 21 de setembro de 2008.

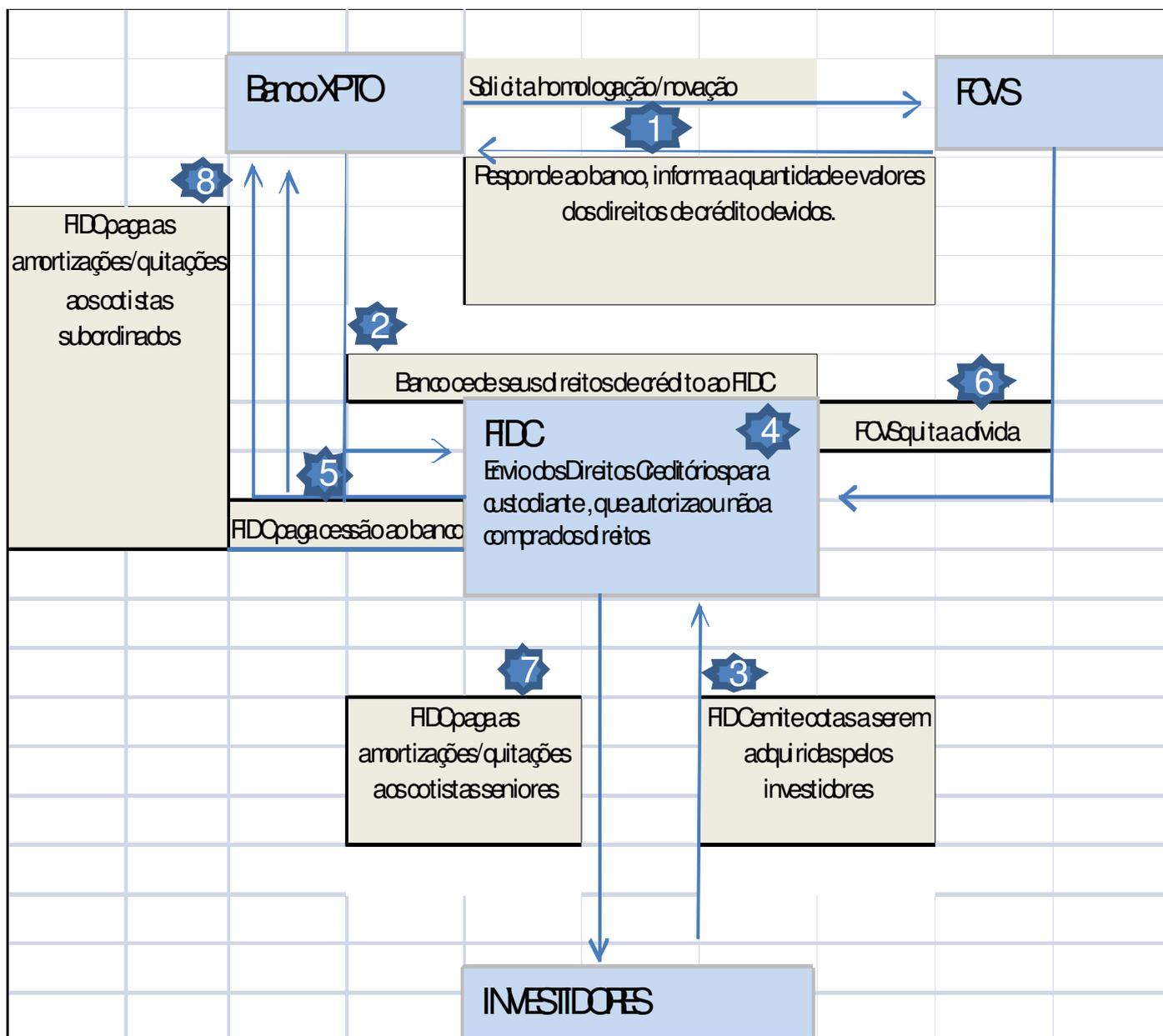
ROESCH, S. M. A. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração**: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph; JORDAN Bradford D. **Administração Financeira**. 8ª edição. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

SECRETÁRIA DO TESOUREIRO NACIONAL. **Dívida Pública**, disponível em [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida\\_publica/index.asp](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/index.asp), acesso em 28 de setembro de 2008.

SECURATO, José Roberto. **Cálculo Financeiro das Tesourarias** – Bancos e Empresas. 3ª edição. São Paulo: Saint Paul, 2005.

## ANEXO A – FORMAÇÃO FIDC XPTO FCVS



## ANEXO B – BALANÇO PATRIMONIAL XPTO

<b>Balanço Patrimonial Banco XPTO S.A.</b>			
(Posição em 30/06/2008)			
<b>Ativo</b>		<b>Passivo</b>	
<i>(Em Real mil)</i>		<i>(Em Real mil)</i>	
<b>Descrição da Conta</b>	<b>30/06/2008</b>	<b>Descrição da Conta</b>	<b>30/06/2008</b>
Ativo Total	23,390,443	Passivo Total	23.390.443
Ativo Circulante	15,047,826	Passivo Circulante	16.931.419
Disponibilidades	251,135	Depósitos	10.554.709
Aplicações Interfinanceiras de Liquidez	4,589,609	Depósitos à Vista	1.564.101
Aplicações no Mercado Aberto	4,362,300	Depósitos de Poupança	4.468.020
Aplicações em Dep. Interfinanceiros	227,309	Depósitos Interfinanceiros	0
Títulos e Valores Mobiliários	1,647,180	Depósitos a Prazo	4.512.190
Carteira Própria	1,362,965	Outros Depósitos	10.398
Vinculados a Compromissos de Recompra	158,346	Captações no Mercado Aberto	2.599.583
Instrumentos Financeiros Derivativos	12,513	Carteira Própria	882.296
Vinculados ao Banco Central	113,356	Carteira de Terceiros	1.717.287
Vinculados a Prestação de Garantias	0	Recursos de Aceites e Emissão de Títulos	0
Moedas de Privatização	0	Relações Interfinanceiras	403.462
Relações Interfinanceiras	2,774,535	Recebimentos e Pagamentos a Liquidar	398.447
Pagamentos e Recebimentos a Liquidar	295,977	Correspondentes	5.015
Depósitos no Banco Central	2,451,672	Relações Interdependências	218.739
Correspondentes	26,886	Recursos em Trânsito de Terceiros	212.879
Relações Interdependências	76,622	Transferências Internas de Recursos	5.86
Recursos em Trânsito de Terceiros	1,757	Obrigações por Empréstimos	408.225
Transferências Internas de Recursos	74,865	Empréstimos no Exterior	408.225
Operações de Crédito	4,780,644	Empréstimos no País - Outras Instituições	0
Setor Público	88,052	Obrigações por Repasse do País	311.37
Setor Privado	4,998,986	Tesouro Nacional	37.791
(Provisão para Operações de Crédito)	-306,394	BNDES	195.543
Operações de Arrendamento Mercantil	33,686	CEF	1.372

continua

<b>Balço Patrimonial Banco XPTO S.A.</b>			
(Posição em 30/06/2008)			
continuação			
Setor Público	1,655	FINAME	76.664
Setor Privado	33,707	Obrigações por Repasse do Exterior	15.288
(Rendas a Apropriar de Arrendamento)	0	Outras Obrigações	2.420.043
(Provisão p/Operações de Arrendamento)	-1,676	Cobrança Arrec. Tributos Assemelhados	111.554
Outros Créditos	822,575	Carteira de Câmbio	40.082
Carteira de Câmbio	386,051	Sociais e Estatutárias	33.159
Rendas a Receber	34,854	Fiscais e Previdenciárias	100.096
Diversos	415,392	Negociação e Intermediação de Valores	0
(Provisão para Outros Créditos)	-13,722	Fundos Financ. e de Desenvolvimento	1.592.971
Negociação e Intermediação de Valores	0	Diversas	542.181
Outros Valores e Bens	71,84	Passivo Exigível a Longo Prazo	3.549.694
Investimentos Temporários	3,07	Depósitos	2.614.691
(Provisão para Perdas)	-617	Depósitos a Prazo	2.614.691
Outros Valores e Bens	14,757	Captações no Mercado Aberto	0
(Provisão para Desvalorização)	-2,204	Recursos de Aceites e Emissão de Títulos	0
Despesas Antecipadas	56,834	Relações Interfinanceiras	0
Ativo Realizável a Longo Prazo	7,948,539	Relações Interdependências	0
Aplicações Interfinanceiras de Liquidez	0	Obrigações por Empréstimos	0
Títulos e Valores Mobiliários	2,877,393	Obrigações por Repasse do País	375.098
Carteira Própria	981,91	Tesouro Nacional	15.157
Vinculados a Compromissos de Recompra	723,948	BNDES	271.924
Instrumentos Financeiros		CEF	5.583
Derivativos	119,484	FINAME	82.434
Vinculados ao Banco Central	873,769	Obrigações por Repasse do Exterior	0
Vinculados a Prestação de Garantias	178,282	Outras Obrigações	559.905
<b>Relações Interfinanceiras</b>	<b>351,105</b>	Fiscais e Previdenciárias	355.485
Tesouro Nacional - Recursos Créd.Rural	0	Diversas	204.42
Sistema Financeiro de Habitação	351,105	Resultados de Exercícios Futuros	3.017
Relações Interdependências	0	Resultados de Exercícios Futuros	3.017
Operações de Crédito	3,799,995		

Setor Público	92,388	Patrimônio Líquido	2.906.313
<b>Balanco Patrimonial Banco XPTO S.A.</b>			
(Posição em 30/06/2008)			
conclusão			
Setor Privado	4,299,921	Capital Social Realizado	2.300.000
(Provisão para Operações de Crédito)	-592,314	Reservas de Capital	6.161
Operações de Arrendamento Mercantil	37,614	Reservas de Reavaliação	0
Setor Público	1,938	Ativos Próprios	0
		Controladas/Coligadas e Equiparadas	0
Setor Privado	38,368	Reservas de Lucro	604.376
(Rendas a Apropriar de Arrendamento)	0	Legal	114.182
(Provisão p/ Oper. de Arrendamento)	-2,692	Estatutária	219.095
Outros Créditos	706,338	Para Contingências	0
Carteira de Câmbio	1,149	De Lucros a Realizar	0
Diversos	706,338	Retenção de Lucros	0
(Provisão para Outros Créditos)	-1,149	Especial p/ Dividendos Não Distribuídos	0
Outros Valores e Bens	176,094	Outras Reservas de Lucro	271.099
Outros Valores e Bens (Provisão para Desvalorização)	-6,761	Reservas para Expansão	271.099
Despesas Antecipadas	169,498	Ajustes de Títulos e Valores Mobiliários	-4.224
Ativo Permanente	394,078	Lucros/Prejuízos Acumulados	0
Investimentos	264,795		
Dependências no Exterior	0		
Participações em Controladas	257,882		
Participações em Coligadas e Equiparadas	0		
Outros Investimentos	11,91		
Provisão para Perdas	-4,997		
Imobilizado de Uso	111,348		
Imóveis de Uso	120,056		
Outras Imobilizações de Uso (Depreciação Acumulada)	-302,773		
Imobilizado de Arrendamento	0		
Bens Arrendados	0		
(Depreciação Acumulada)	0		
Intangível	0		
Diferido	17,935		
Gastos de Organização e Expansão	106,571		
(Amortização Acumulada)	-88,636		