

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTROLADORIA

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

RISCO DE CRÉDITO NA SECURITIZAÇÃO: ANÁLISE DOS DETERMINANTES DO  
NÍVEL DE *DISCLOSURE* DOS FIDCs NO BRASIL

EVELINI LAURI MORRI GARCIA

MARINGÁ

2016

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTROLADORIA

EVELINI LAURI MORRI GARCIA

**RISCO DE CRÉDITO NA SECURITIZAÇÃO: ANÁLISE DOS DETERMINANTES  
DO NÍVEL DE *DISCLOSURE* DOS FIDCs NO BRASIL**

MARINGÁ  
2016

EVELINI LAURI MORRI GARCIA

**RISCO DE CRÉDITO NA SECURITIZAÇÃO: ANÁLISE DOS DETERMINANTES  
DO NÍVEL DE *DISCLOSURE* DOS FIDCs NO BRASIL**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Mestrado – Área de Concentração Controladoria, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Estadual de Maringá.

**Orientador: Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes**

MARINGÁ

2016

EVELINI LAURI MORRI GARCIA

**RISCO DE CRÉDITO NA SECURITIZAÇÃO: ANÁLISE DOS DETERMINANTES  
DO NÍVEL DE *DISCLOSURE* DOS FIDCs NO BRASIL**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de mestre em Ciências Contábeis, do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Estadual de Maringá, sob apreciação da seguinte banca examinadora:

Aprovada em 11 de Março de 2016.

---

Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes (PCO-UEM)  
Presidente

---

Prof. PhD Paulo Renato Soares Terra (PPA-EAESP-FGV)  
(Membro convidado)

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Simone Letícia Raimundini Sanches (PCO-UEM)  
(Membro)

MARINGÁ

2016

**Agradeço à todos que contribuíram de forma direta ou indireta  
para a realização deste estudo.**

## RESUMO

A securitização é um instrumento do mercado de capitais que gera amplo movimento de recursos no âmbito internacional e nacional, sendo que no Brasil, os Fundos de Investimento em Direitos Creditório (FIDCs) se destacam como as principais entidades securitizadoras. Em vista das suas características, encontra-se a presença do risco de crédito, sendo o principal tipo de risco que os investidores da securitização estão expostos. Normas de contabilidade como a ICVM nº 489/11 e o CPC 40 (R1) determinam critérios de divulgação que devem ser efetuados para que não ocorra assimetria de informações no mercado de securitização. Utilizando a Teoria da Informação Assimétrica, o presente estudo tem o objetivo de avaliar o nível de evidenciação de informações sobre o risco de crédito nos relatórios financeiros dos FIDCs e identificar os determinantes que influenciam esta divulgação. Para atender este objetivo, a pesquisa utilizou amostra de 148 FIDCs de créditos padronizados atuantes no Brasil, do ano de 2012 ao ano de 2014. Foi realizada análise de conteúdo nas notas explicativas destes fundos, cujos dados foram categorizados quanto ao nível de atendimento das normas de evidenciação e avaliados por meio de testes estatísticos. Os resultados indicam que os FIDCs atendem parcialmente aos requisitos normativos de evidenciação de informações sobre o risco de crédito, independentemente dos regulamentos em que estão inseridos. Houve melhoria significativa quanto o nível de divulgação do risco de crédito conforme prescrição da ICVM nº 489/11 ao longo do período analisado, porém, o mesmo não ocorreu quanto aos critérios normativos do CPC 40 (R1). Existe diferença significativa na divulgação do risco crédito quanto aos aspectos dos critérios normativos, confirmando que o tipo de informação requerida pelas normas pode ser atendido de forma diferente, dependendo do aspecto que possui. Contudo, diferentemente de pesquisas precedentes, o nível de divulgação do risco de crédito em FIDCs é menor em critérios normativos qualitativos em relação aos aspectos quantitativos. Os resultados demonstraram ainda que a divulgação do risco de crédito segundo as orientações da ICVM nº 489/11 nos anos de 2013 e 2014 é influenciada pela Empresa de Auditoria e Entidade Administradora. Sob a ótica dos critérios constantes no CPC 40 (R1), não foram encontradas evidências de que as características dos FIDCs influenciam o nível de divulgação do risco de crédito. Diante disso, os resultados sugerem que as entidades que possuem responsabilidade perante os resultados e informações prestadas pelos FIDCs influenciam o nível de divulgação a respeito do risco de crédito. Baseado na Teoria da Informação Assimétrica compreende-se que a assimetria de informações existe em relação à evidenciação do risco de crédito pelos FIDCs, e, que fatores como o órgão emissor das normas, a especificidade dos regulamentos, os aspectos dos critérios normativos e as entidades influentes são determinantes que atuam na sua ocorrência.

Palavras-chave: securitização, normas contábeis, evidenciação, risco de crédito.

## ABSTRACT

Securitization is a capital market instrument that generates large movement of funds in the international and national levels, and in Brazil, the Investment Funds Creditório Rights (FIDC) stand out as the main securitization entities. In view of its characteristics is the presence of credit risk, with the main type of risk that investors in securitization are exposed. Accounting standards as CVM n° 489/11 and CPC 40 (R1) determine disclosure criteria that must be made so that there is asymmetry of information in the securitization market. Using the Theory of Asymmetric Information, this study aims to evaluate the disclosure level information about the credit risk in the financial statements of FIDC and identify the determinants that influence this disclosure. To meet this goal, the research used sample of 148 FIDCs standardized credits working in Brazil, in the year 2012 to 2014. It was content analysis in the notes of these funds, whose data were categorized as service level of disclosure standards and evaluated by means of statistical tests. The results indicate that the FIDC meet partially the regulatory requirements for disclosure of information about the credit risk, regardless of the regulations in which they live. There was a significant improvement as the level of disclosure of credit risk as prescription ICVM n° 489/11 over the analysis period, however, this did not occur as the normative criteria of CPC 40 (R1). A significant difference in spreading the risk as credit to aspects of normative criteria, confirming that the type of information required by the rules can be answered differently depending on the aspect you have. However, unlike previous research, credit risk disclosure level FIDCs is less qualitative normative criteria in relation to the quantitative aspects. The results also demonstrated that the disclosure of credit risk according to the guidelines of CVM Instruction n° 489/11 in the years 2013 and 2014 is influenced by the company's audit and managing entity. From the perspective of the criteria set out in CPC 40 (R1), no evidence was found that the characteristics of FIDCs influence the level of disclosure of credit risk. Therefore, the results suggest that entities have responsibility to the results and information provided by FIDCs influence the level of disclosure about the credit risk. Based on the Theory of Asymmetric Information is understood that information asymmetry exists in relation to the disclosure of credit risk by FIDC, and that factors such as the issuing body of standards, specific regulations, aspects of normative criteria and entities influential determinants are acting in their occurrence.

Keywords: securitization, accounting standards, disclosure, credit risk.

## SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS .....	8
LISTA DE FIGURAS .....	9
LISTA DE QUADROS .....	10
LISTA DE TABELAS .....	11
<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA .....	18
1.2 OBJETIVO .....	20
<b>1.2.1 Objetivo Geral .....</b>	<b>20</b>
<b>1.2.2 Objetivos Específicos.....</b>	<b>20</b>
1.3 HIPÓTESES DA PESQUISA .....	21
1.4 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES ESPERADAS .....	27
1.5 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA.....	31
1.6 ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA .....	32
<b>2 PLATAFORMA TEÓRICA.....</b>	<b>34</b>
2.1 CONTEXTO TEÓRICO.....	34
<b>2.1.1 Conceito da Securitização.....</b>	<b>34</b>
<b>2.1.2 Origem da Securitização.....</b>	<b>37</b>
<b>2.1.3 Securitização Brasileira .....</b>	<b>40</b>
<b>2.1.4 Características da Securitização .....</b>	<b>44</b>
2.1.4.1 Origens dos Créditos e Cessão para Securitização.....	45
2.1.4.2 Entidades Securitizadoras.....	51
2.1.4.2.1 <i>Companhias Por Ações</i> .....	52
2.1.4.2.2 <i>Fundos de Investimentos</i> .....	53
2.1.4.3 Valores Mobiliários Emitidos Pelas Securitizadoras .....	56
2.1.4.3.1 <i>Companhias Securitizadoras de Créditos Corporativos</i>	
<i>Gerais</i> .....	58
2.1.4.3.2 <i>Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários</i>	60
2.1.4.3.3 <i>Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros</i>	63
2.1.4.3.4 <i>Companhias Securitizadoras de Créditos do</i>	
<i>Agronegócio</i> .....	64
2.1.4.3.5 <i>FIDCs</i> .....	66
2.1.4.4 Investidores da Securitização .....	69
2.1.4.5 Demais Participantes da Securitização .....	71
<b>2.1.5 Riscos da Securitização .....</b>	<b>74</b>
2.1.5.1 Mecanismos de Proteção Contra o Risco de Crédito da	
Securitização.....	81
2.2 NORMAS CONTÁBEIS RELATIVAS À SECURITIZAÇÃO .....	86
<b>2.2.1 Normatização Internacional.....</b>	<b>90</b>
<b>2.2.2 Normatização Brasileira .....</b>	<b>93</b>
<b>2.2.3 Disclosure da Securitização .....</b>	<b>99</b>
2.3 ESTUDOS CORRELACIONADOS .....	104
2.4 TEORIA DA INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA .....	114
<b>3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....</b>	<b>120</b>
3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA DA PESQUISA.....	125
3.2 CAMPO DA PESQUISA .....	127
3.3 ROTEIRO PARA COLETA DE DADOS.....	127
3.4 CATEGORIZAÇÃO DOS DADOS.....	131
3.5 HIPÓTESES DA PESQUISA .....	132

3.6	PROCEDIMENTOS ESTATÍSTICOS .....	134
3.6.1	Hipótese 1 - Os FIDCs atendem parcialmente aos requisitos normativos de evidenciação de informações sobre risco de crédito .....	136
3.6.2	Hipótese 2 - O nível de atendimento dos critérios de divulgação do risco de crédito definidos pela ICVM nº 489/11 é maior em relação ao atendimento dos critérios do CPC 40 .....	138
3.6.3	Hipótese 3 - O nível de divulgação do risco de crédito é maior em critérios normativos qualitativos em relação aos aspectos quantitativos de evidenciação.....	139
3.6.4	Hipótese 4 - O nível de divulgação do risco de crédito é influenciado por características dos FIDCs .....	141
3.6.4.1	<i>Outliers</i> .....	145
3.6.4.2	Pressupostos da Regressão Linear Múltipla .....	147
<b>4</b>	<b>RESULTADOS DA PESQUISA .....</b>	<b>150</b>
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS CARACTERÍSTICAS DOS FIDCs .....	150
4.2	EVIDENCIAÇÃO PRATICADA PELOS FIDCs .....	155
4.3	EVIDENCIAÇÃO PRATICADA QUANTO AO ASPECTO TEMPORAL .....	161
4.3.1	Atendimento das Normas de Evidenciação por FIDC .....	162
4.4	COMPARAÇÃO DO NÍVEL DE ATENDIMENTO DAS NORMAS DE EVIDENCIAÇÃO DO RISCO DE CRÉDITO .....	164
4.5	COMPARAÇÃO DO NÍVEL DE ATENDIMENTO QUANTO AOS ASPECTOS DOS CRITÉRIOS DE EVIDENCIAÇÃO DO RISCO DE CRÉDITO.....	165
4.6	DETERMINANTES DA DIVULGAÇÃO DO RISCO DE CRÉDITO PELOS FIDCs.....	166
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>177</b>
	REFERÊNCIAS .....	186
	ANEXOS .....	198

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN: Banco Central  
CCB: Cédula de Crédito Bancário  
CCCB: Certificado de Cédula de Crédito Bancário  
CCI: Cédula de Crédito Imobiliário  
CCMR: *Committee on Capital Markets Regulation*  
CDA: Certificado de Depósito Agropecuário  
CDCA: Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio  
CMN: Conselho Monetário Nacional  
COFINS: Contribuição para Financiamento da Seguridade Social  
CPC: Comitê de Pronunciamento Contábeis  
CRA: Certificado de Recebíveis do Agronegócio  
CRI: Certificado de Recebíveis Imobiliários  
CVM: Comissão de Valores Mobiliários  
FASB: *Financial Accounting Standards Board*  
FHA: *Federal Housing Administration*  
FICDIDC: Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios  
FIDC: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios  
FII: Fundo de Investimento Imobiliário  
FIV: Fator de Inflação da Variância  
IAS: *International Accounting Standards*  
IASB: *International Accounting Standards Board*  
IASC: *International Accounting Standards Committee*  
IFRS: *International Financial Reporting Standards*  
IOF: Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros  
IOSCO: *International Organization of Securities Commissions*  
LCA: Letra de Crédito do Agronegócio  
LCI: Letra de Crédito Imobiliário  
LH: Letra Hipotecária  
PIB: Produto Interno Bruto  
PIS: Programa de Integração Social  
SEC: *Securities and Exchange Commission*  
SFAS: *Statements of Financial Accounting Standards*  
SFI: Sistema Financeiro Imobiliário  
SPE: Sociedade de Propósito Específico  
WA: *Warrant* Agropecuário

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura de validade preditiva.....	120
Figura 2 - Esquema da pesquisa .....	125
Figura 3 - Identificação de <i>outliers</i> por meio de Box-Plot.....	146

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Tipos de risco presente na securitização .....	76
Quadro 2 - Critérios de evidenciação do risco de crédito exigidos pelo CPC 40 (R1) .....	128
Quadro 3 - Critérios de evidenciação do risco de crédito exigidos pela ICVM nº 489/11 ..	129
Quadro 4 - Categorias de análise das informações.....	131
Quadro 5 - Classificação do nível de <i>disclosure</i> em quartis.....	132
Quadro 6 - Descrição das variáveis explicativas .....	143
Quadro 7 - Descrição das equações da regressão linear múltipla por ano e por regulamento	144

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Teste de normalidade das variáveis que representam o nível de divulgação do risco de crédito pelos FIDCs .....	135
Tabela 2 - Identificação da presença de homogeneidade da variância populacional .....	136
Tabela 3 - Identificação dos <i>outliers</i> .....	146
Tabela 4 - Tipo de FIDC.....	150
Tabela 5 - Segmento dos cedentes dos FIDCs .....	151
Tabela 6 - Entidades administradoras dos FIDCs .....	152
Tabela 7 - Prazo de duração dos FIDCs .....	153
Tabela 8 - Empresas de auditoria atuantes nos FIDCs .....	154
Tabela 9 - Idade dos FIDCs no ano de 2014 .....	155
Tabela 10 - Nível de atendimento dos critérios normativos de evidenciação do CPC 40 (R1).....	156
Tabela 11 - Comparação da divulgação anual praticada pelos FIDCs com o nível esperado de divulgação em relação aos critérios contidos no CPC 40 (R1).....	158
Tabela 12 - Nível de atendimento dos critérios normativos de evidenciação da ICVM nº 478/11 .....	159
Tabela 13 - Comparação da divulgação anual praticada pelos FIDCs com o nível esperado de divulgação em relação aos critérios contidos na ICVM nº 489/11.....	160
Tabela 14 - Comparação do atendimento dos critérios contidos no CPC 40 (R1) quanto ao ano de emissão das demonstrações contábeis.....	161
Tabela 15 - Comparação do atendimento dos critérios contidos na ICVM nº 489/11 quanto ao ano de emissão das demonstrações contábeis.....	161
Tabela 16 - Comparação do atendimento dos critérios normativos por períodos .....	164
Tabela 17 - Comparação do atendimento dos critérios normativos quanto aos aspectos dos critérios de evidenciação.....	165
Tabela 18 - Análise das variáveis explicativas de NERC_ICVM_2012.....	166
Tabela 19 - Regressão linear múltipla de NERC_ICVM_2012 .....	167
Tabela 20 - Análise das variáveis explicativas de NERC_ICVM_2013 .....	167
Tabela 21 - Regressão linear múltipla de NERC_ICVM_2013 .....	168
Tabela 22 - Regressão linear múltipla de NERC_ICVM_2013 .....	168
Tabela 23 - Análise das variáveis explicativas de NERC_ICVM_2014.....	169
Tabela 24 - Regressão linear múltipla de NERC_ICVM_2014 .....	170
Tabela 25 - Regressão linear múltipla de NERC_ICVM_2014.....	170
Tabela 26 - Média de atendimento dos critérios normativos da ICVM nº 489/11 por empresa de auditoria por ano.....	172
Tabela 27 - Análise da homogeneidade das variâncias dos níveis de divulgação do risco de crédito quanto as empresas de auditoria entre os anos de 2012 à 2013.....	173
Tabela 28 - Análise da Correlação de Pearson das variáveis explicativas do NERC_CPC nos anos de 2012, 2013 e 2014.....	173
Tabela 29 - Regressão linear múltipla de NERC_CPC_2013 .....	174
Tabela 30 - Regressão linear múltipla de NERC_CPC_2014 .....	175

## 1 INTRODUÇÃO

As constantes mutações no ambiente de atuação dos mercados financeiros e de capitais interferem no desenvolvimento de instrumentos compatíveis com a dinâmica que as organizações vivenciam. Mudanças na realidade econômica levam as empresas e investidores a adaptarem-se a inovadores artefatos financeiros, de forma a contornar os desafios que o ambiente impõe. Para atender esta realidade, instrumentos financeiros são desenvolvidos e mostram-se como opções de alavancagem e investimento aos participantes do mercado (Fabozzi & Kothari, 2007, Gorton & Souleles, 2005, Kendall, 1998, Luxo, 2007).

Dentre as novidades que surgiram no mercado nas últimas décadas, encontra-se a securitização, configurando uma inovação financeira no mercado de capitais. Isto ocorre em virtude do atendimento de necessidades financeiras por intermédio de uma estrutura distinta em relação às opções convencionais de financiamento (Barth & Landsman, 2010, Schwarcz, 2009).

A emissão de títulos de securitização representaram nos Estados Unidos, em 2014, o valor de US\$ 1,5 trilhões, sendo que deste total, US\$ 225 bilhões correspondem a *asset-backed securities* e US\$ 1,3 trilhões referem-se a *mortgage-related securities*. Neste mesmo período, na Europa, houve emissão de US\$ 216 bilhões em títulos da securitização, sendo o Reino Unido o país com maior representatividade deste continente, com US\$ 30 bilhões de títulos emitidos (SIFMA, 2015).

No Brasil, as cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) são os títulos de securitização com maior representatividade no mercado de capitais. Em 2014, a emissão das cotas de FIDC somaram R\$ 26,5 bilhões e as emissões de CRI atingiram R\$ 16,8 bilhões (Uqbar, 2015-a). Se considerar apenas as ofertas públicas de cotas de FIDC e CRI registradas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2014, juntas, totalizam R\$ 20,6 bilhões. A relevância dos valores destes títulos pode ser notada pela comparação com a emissão de ações registradas na bolsa de valores, neste mesmo período, em R\$ 15,4 bilhões (ANBIMA, 2015).

Estes valores demonstram a amplitude da securitização no mercado de capitais, tanto no âmbito internacional como nacional. Isto ocorre porque a securitização atende entidades e indivíduos que necessitam de recursos financeiros, mas, que estão impedidas ou que possuem dificuldade de acesso aos meios convencionais de cessão de crédito. Ou ainda, que encontram na securitização taxas mais atrativas em relação a outros formatos de financiamento (Kendall, 1998). Apesar de não serem classificadas como instituições financeiras, as entidades securitizadoras atuam no mercado como fonte de capital à organizações que buscam novas oportunidades de alavancagem financeira. Representa, portanto, um meio que concorre com o mercado de cessão de crédito, sem, contudo, ser uma entidade de cunho essencialmente financeiro (Fabozzi & Kothari, 2007).

A securitização pode também ser analisada por outra vertente, a qual oportuniza ao mercado de capitais a possibilidade de investimentos com diferenciados níveis de riscos e retornos compatíveis às garantias oferecidas (Coelho & Borelli, 2012). A emissão de títulos de securitização representa a fonte dos recursos financeiros disponibilizados às entidades que buscam recursos líquidos, sendo estas distribuições planejadas e executadas pelas entidades securitizadoras. Assim, a securitização é caracterizada como um intermediário entre os agentes que disponibilizam recursos financeiros e os agentes que necessitam de capital.

Esta estrutura possibilita vantagens para diversas entidades em diferentes escalas. Isto porque os processos de securitização acabam por exercer uma função social, sendo capaz de atender a demanda de capital que, por vezes, não é suprida pelas instituições financeiras, colaborando, assim, com o equilíbrio do mercado (Chaves, 2006, Luxo, 2007). Ou seja, além de proporcionar benefícios de forma individual aos participantes, a securitização também incita a evolução do mercado de capitais e supre a carência de oferta de crédito.

Entre as vantagens proporcionadas pela securitização encontra-se a capacidade de subsidiar o crescimento da economia, promovendo a democratização do acesso ao crédito; permite a alocação equilibrada de recursos no mercado; desfaz a dependência em relação ao sistema bancário; mostra-se como ferramenta de gerenciamento do risco; reduz a arbitragem de capital pelas instituições normatizadoras; e, amplia as possibilidades de fomento, o que influencia na queda das taxas de juros (Ernst Young, 2014, Pinheiro, 2008, Schwarcz, 2009). A securitização ainda tem a potencialidade de colaborar com o acesso imediato aos recursos financeiros, permite que os originadores dediquem atenção especial às suas vantagens competitivas e proporciona o gerenciamento de resultado (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008), além de diminuir os custos de agência e colaborar com a eficiência dos empréstimos (Fabozzi & Kothari, 2007).

Para que haja comunicação entre os recursos financeiros dos investidores e a respectiva destinação aos demandadores de capital, busca-se um elemento integrador que possibilite segurança aos participantes desta transação. Para atender a este requisito, a securitização ocorre mediante a cessão de direitos creditórios pelas entidades que necessitam de recursos financeiros para as entidades securitizadoras, sendo estes créditos vinculados aos títulos de captação de recursos lançados ao mercado de capitais, cuja configuração é denominada de lastro (Pinheiro, 2008).

O lastreamento dos títulos de securitização relaciona-se com a garantia de devolução dos valores aplicados pelos investidores, porém, carrega consigo os riscos que estão atrelados aos ativos securitizados (créditos cedidos). “A grande vantagem da securitização reside no fato de que essa transferência também implica na dispersão deste risco, com relação ao grau de concentração que ele apresentava antes da operação” (Caminha, 2007, p. 62). Isto ocorre porque o risco que estava concentrado em uma única entidade é transferido para títulos que podem estar em posse de uma gama de investidores e em diferentes níveis.

A diversificação dos níveis de riscos é saudável para o equilíbrio do mercado de capitais, existindo investidores com diferentes capacidades de absorção de possíveis perdas (Coelho & Borelli, 2012). Baseado na teoria do portfólio, Brown (2010) relata que a diversificação do risco pela securitização colabora com a proteção de riscos específicos presentes em ativos.

O risco de crédito é o principal tipo de risco que os investidores da securitização estão expostos (Coelho & Borelli, 2012, CVM, 2014, Michalak & Uhde, 2012, Pinheiro, 2008). Considerando que o risco de crédito revela a possibilidade de um crédito não ser liquidado por seu devedor, cria-se a dependência da informação sobre a qualidade creditícia dos recebíveis que foram securitizados para que os investidores possam estimar a remuneração compatível com o nível de risco assumido (Kendall, 1998). Isto leva ao tratamento dos recebíveis como um instrumento financeiro dotado de flexibilidade quanto aos ativos que congrega e em relação às atividades que originam estes ativos, visto que corresponde a uma estrutura com diversas variações em função das suas características, e, portanto, podem assumir distintos níveis de possíveis inadimplências.

No mercado internacional existem evidências de que o risco de crédito presente nestas estruturas desperta nos investidores a necessidade de aprofundar a análise sobre as características dos títulos de securitização. Isto porque a securitização é um processo que permite que o risco, que era assumido individualmente pelo originador, seja redistribuído para indivíduos dispostos a suportá-lo (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008, Kendal, 1998, Kiff &

Kisser, 2014). Portanto, a comunicação entre securitizadoras e investidores deve ser transparente, a fim de que estes possam reconhecer os riscos que envolvem os investimentos em títulos de securitização. Ou seja, os investidores devem ter condições de avaliar a sensibilidade dos investimentos em função dos riscos existentes (Lima, 2015).

Espera-se que sejam evidenciadas com clareza, pelas entidades securitizadoras, as relações estabelecidas com as organizações cedentes de créditos a fim de que se possa conhecer o risco de crédito conjugado aos títulos da securitização e que influenciam os ganhos esperados pelos investidores. Um dos fatores que interferem na dinâmica do mercado de capitais é a informação disponibilizada pelas organizações (Barth & Landsman, 2010, Farhi, & Cintra, 2002). No entanto, sabe-se que as entidades não têm evidenciado, a contento, informações sobre o risco e o gerenciamento do risco (Abraham & Cox, 2007, Linsley & Shrives, 2006).

A evidência sobre a importância da divulgação do risco de crédito é amparada pela perda de confiança pelo mercado na securitização, visto ser tratada como um dos vetores da intensificação das perdas ocorridas na crise financeira iniciada em 2007. O constante crescimento das negociações de títulos de securitização no período pré-crise, posteriormente, deu lugar ao receio do mercado de capitais, o que culminou na diminuição do volume desta atividade (CVM, 2014). Esta situação fez com que os participantes destas estruturas e os normatizadores buscassem elucidar questionamentos sobre a segurança da atuação das entidades securitizadoras (Schwarcz, 2009).

Assim, entre os diversos fatores levantados sobre as causas da crise, destaca-se que os investidores em títulos de securitização lastreados em hipotecas não recebiam informações suficientes para avaliar corretamente seus investimentos (Keys, Mukherjee, Seru & Vig, 2008). Nem mesmo os especialistas em análise de investimentos tiveram condições de distinguir os investimentos que possuíam lastro em títulos dotados com elevada qualidade de crédito dos investimentos com títulos fadados a inadimplência (Schwarcz, 2009). Isto influenciou no excesso de securitizações de títulos ilíquidos (Jackson, 2010, Landsman, Peasnell & Shakespeare, 2010; Pagano & Volpin, 2008).

A securitização não foi a causa da crise, porém, potencializou seus efeitos em função da ausência de informações sobre o risco de crédito (Keys et al., 2008, Schwarcz, 2009). Com isso, o mercado passou a exigir maior acesso às informações sobre os processos de securitização para que estas atividades possam ser realizadas com segurança (Brown, 2010).

Ainda que a crise internacional não tenha afetado profundamente o mercado de finanças estruturadas do Brasil, outro acontecimento, posteriormente, acabou por

desestabilizar a securitização brasileira. Isto ocorreu devido a constatação de fraudes contábeis em estruturas de securitização efetuados pelo Banco BVA, Union National, Banco Cruzeiro do Sul, Banco Panamericano, Tradebank e Oboé DTVM por meio de FIDCs, culminando em perdas aos seus investidores.

O efeito foi o afastamento dos financiadores, influenciando na diminuição da emissão das cotas de FIDCs no Brasil. Isto levou à interrupção da série histórica de crescimento dos FIDCs, com início em 2001, quando houve autorização de registro destas entidades pela Instrução CVM nº 356/01. Considerando que os FIDCs representam o formato de entidade securitizadora mais desenvolvido na economia brasileira (Camara & Galdi, 2013, Favero Junior, 2014, Ferabolli, 2014; Fernandes, Sheng & Lora, 2014, Pinheiro, 2008), houve impacto no mercado de capitais com a diminuição das emissões das cotas destes fundos.

O ápice na emissão destes títulos ocorreu no ano de 2011, quando a emissão de cotas de FIDCs atingiu o patamar de mais de R\$ 38,3 bilhões. Contudo, a identificação das fraudes em FIDCs diminuiu a segurança do mercado, refletindo em níveis inferiores de emissão destas cotas nos anos seguintes. Esta situação fez com que a emissão de cotas de FIDCs fosse de R\$ 20,1 bilhões em 2012 e de R\$ 19,3 bilhões em 2013, representando, respectivamente, retração de 47% e de 50% em relação ao ano de 2011 (Uqbar, 2015-a).

O patrimônio líquido consolidado destes fundos somou em torno de R\$ 53 bilhões em 2014. Contudo, apesar da representatividade do valor dos investimentos em cotas de FIDCs neste ano, em que o montante aplicado neste título foi superior ao patrimônio líquido consolidado dos FIDCs de 2013 (R\$ 51 bilhões), acabou sendo menor em relação aos valores de 2011 (R\$ 63 bilhões) e 2012 (R\$ 57 bilhões) (Uqbar, 2015-a).

Como forma de impedir que novas fraudes ocorressem, foram emitidas normas de atuação mais rígidas para os FIDCs, em especial a Instrução CVM nº 489/11, em relação ao registro contábil e evidenciação das operações, e a Instrução CVM nº 531/13, quanto a critérios operacionais. Isto fez com que muitas entidades securitizadoras fossem obrigadas a encerrar suas atividades, colaborando com a diminuição da participação da securitização no mercado de capitais (Uqbar, 2015-a). Entretanto, ainda que estas normas tenham influenciado, inicialmente, na diminuição do mercado de securitização, o seu cumprimento, a médio e longo prazo, tende a fortalecer as atividades de securitização realizada pelos FIDCs no Brasil.

Ao observar o volume de emissões de títulos por estas entidades, pode-se perceber que o crescimento da securitização efetuada pelos FIDCs está sendo retomado. O montante de cotas de FIDCs emitidos em 2014 ultrapassou R\$ 26,5 bilhões (Uqbar, 2015-a). Representa, portanto, um crescimento de 37% em comparação ao nível de emissões de 2013.

Como forma de sustentar este crescimento, faz-se necessário que os investidores tenham interesse em absorver novos títulos de securitização. A divulgação de informações a respeito das operações realizadas e suas características, assim como de todos os elementos que permeiam a estrutura de securitização, devem estar à disposição do mercado de capitais, visto que estas operações não se sustentam sem a presença de investidores (Pinheiro, 2008).

Neste sentido, a Teoria da Informação Assimétrica destaca que a ausência de informações, geradora de seleção adversa, afasta os investidores quando reconhecem esta situação, causando deterioração da economia (Stiglitz, 2001, Spence, 2001). Logo, a divulgação de informações permite que o mercado atue de forma equilibrada (Akerlof, 1970).

Os preços, por si só, não representam a qualidade dos produtos. É necessário, portanto, determinar elementos com atuação específica na comunicação das informações para que o mercado não seja abalado por incertezas (Milgrom, 1981-b). Para que a informação imperfeita seja afastada do cotidiano do mercado, buscam-se elementos que possam ampliar o ambiente de divulgação. Neste contexto, a contabilidade, com seu caráter informativo, apresenta-se como recurso potencial para minimizar a seleção adversa e reforçar a qualidade informacional (Rocha, Pereira, Bezerra & Nascimento, 2012).

Deve-se considerar, portanto, que a divulgação efetuada pela contabilidade permite que haja elevação na segurança dos investimentos em securitização (Brown, 2010). Além disto, a divulgação de informações com qualidade atende às expectativas dos atuais investidores. Isto porque existe a tendência de que os investidores sejam cada vez mais institucionalizados, demandando melhores níveis de evidenciação acerca das entidades investidas (Coelho & Borelli, 2012).

A ausência de regulamentos específicos sobre a atuação da securitização é apontada como um dos principais motivos pela tímida expansão desta estrutura no Brasil em relação a securitização realizada em outros países (Caminha, 2007). Em vista disso, a regulamentação contábil brasileira sobre as atividades de securitização foi expandida, principalmente por meio da Instrução CVM nº 489/11, buscando aprimorar o suporte aos indivíduos envolvidos nestas estruturas, contribuindo com a consolidação da securitização brasileira (CVM, 2014).

Isto demonstra que há uma preocupação para que a contabilidade desenvolva critérios de registro que capturem a essência das operações de securitização. Este movimento ocorre devido o fato de que no passado foram encontradas evidências de que a contabilidade não retratava corretamente as transações de securitização, sendo ineficiente quanto ao apoio aos investidores, visto que não eram considerados os contratos implícitos na definição da operação como venda ou como empréstimo garantido (Gorton & Souleles, 2005). Outro

motivo que tem expandido e aprimorado o compendio de regulamentos sobre o *disclosure* das securitizadoras decorre da ausência de informações completas sobre as suas operações, mesmo com a exigência normativa de evidenciação (Chen, Liu & Ryan, 2008, Mickalak & Uhde, 2012).

Considerando que a contabilidade tem busca evidenciar adequadamente os fatos organizacionais, em especial com a emissão de normas internacionais de contabilidade, existe a demanda para que estudos investiguem as práticas contábeis em relação aos fatos gerados pelos processos de securitização (CVM, 2014). São necessárias análises dos relatórios financeiros das entidades securitizadoras a fim de colaborar tanto com o refinamento das atividades de securitização, com os *shareholders* e com o desenvolvimento e aprimoramento da ciência contábil.

No âmbito científico, os estudos acerca da securitização brasileira ainda são poucos, ainda que o tema oportunize uma infinidade de problemas de pesquisa. Se considerar apenas as investigações sob o enfoque contábil, são ainda mais escassas. Internacionalmente é encontrada ampla gama de pesquisas sobre securitização, amparadas, essencialmente, pelo forte desenvolvimento destas operações em demais países, principalmente nos Estados Unidos e na Europa. No Brasil, assim como a atuação da securitização precisa ser consolidada, existe a necessidade de alavancar os estudos sobre esta atividade para que sejam reveladas oportunidades e indicadas ações de melhorias, em especial, do ponto de vista contábil.

## 1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

A evidenciação contábil é uma prática que supera a ação de disponibilizar informações, visto que assume a função de transmitir informações com qualidade, oportunidade e clareza. O objetivo é possibilitar a compreensão dos fatos que geraram estas informações, e, assim, potencializar a capacidade preditiva dos usuários da informação contábil (Dantas, Zendersky, Santos & Niyama, 2005). A informação é o recurso demandado para que se possa conhecer as ações empregadas pelas empresas e, assim, haja condições de compreender as políticas adotadas pela entidade e os possíveis reflexos de suas decisões, elemento que colabora com o equilíbrio do mercado de capitais (Farhi & Cintra, 2002, Healy & Palepu, 2001, Stiglitz, 2001, Spence, 2001).

Com a emissão das normas internacionais de contabilidade, o registro contábil das operações de securitização passou a seguir novos critérios de reconhecimento, cuja essência econômica passou a ser o requisito central a ser considerado (CVM, 2014). No entanto, a divulgação de informações sobre as atividades das entidades em geral não está sendo realizada em sua plenitude (Jackson, 2010, Valente, 2014).

Ainda que as normas que disciplinam as práticas contábeis destaquem os requisitos mínimos de evidenciação, tem-se observado que estes não são cumpridos em sua totalidade, tanto em âmbito quantitativo, como qualitativo (Dantas et al., 2005, Valente, 2014). Ou seja, a contabilidade tem falhado em seu papel informativo. Isto também é identificado em relação à divulgação dos riscos (Abraham & Cox, 2007, Dobler, 2008, Lajili & Zeghal, 2005, Linsley & Shrivies, 2006, Othman & Ameer, 2009, Shinzato, 2011).

Além disso, a necessidade de evidenciação pode variar em função das características das empresas e de seus objetivos (Amran, Bin & Hassan, 2009, Malaquias, 2008). Portanto, a expectativa é de quanto mais complexas as atividades de uma entidade, maior será a importância das informações sobre a atuação desta (Healy & Palepu, 2001).

Neste contexto, a securitização, enquanto atividade dotada de diversos participantes com distintos interesses, é sustentada por uma estrutura intrincada que, por vezes, pode dificultar o entendimento das suas atividades por seus *shareholders* (Brown, 2010, Schwarcz, 2008). Gorton e Souleles (2005) relatam que a pulverização e definição dos ativos que lastreiam cada título de securitização correspondem a diferentes níveis de risco. Isto demonstra como o *disclosure* sobre a atuação da securitizadora fortalece a sua expansão, pois confere segurança aos seus financiadores (Jackson, 2010). No entanto, as finanças estruturadas, assim como é observado em outras atividades, não têm evidenciado informações precisas ao mercado (Chen, Liu & Ryan, 2008, Michalak & Uhde, 2012).

Considerando que os títulos de securitização são lastreados em recebíveis que foram transferidos de originadores à entidade securitizadora, este vínculo determina a remuneração dos investimentos, visto que estes dependem dos fluxos de caixa futuros que serão gerados pelos ativos securitizados. Assim, uma das principais características destas entidades que deve ser evidenciada é o risco de crédito, visto que este é o principal tipo de risco que os investidores da securitização estão expostos (Coelho & Borelli, 2012, CVM, 2014, Michalak & Uhde, 2012, Pinheiro, 2008).

A avaliação do risco de crédito atrelado aos títulos de securitização influencia na decisão de efetivar este investimento, assim como determina a precificação adequada do título ao nível de risco de perdas que este oferece (Brown, 2010). Isto leva a compreender que os

investidores devem ter acesso às informações sobre as características dos ativos lastro a fim de que possam ser diligentes com seus investimentos (Schwarcz, 2009).

Os FIDCs representam a estrutura de securitização mais desenvolvida no Brasil e, por este segmento já ter passado por crise, em virtude da ocorrência de fraudes contábeis, existe a demanda para que seus relatórios financeiros sejam analisados a fim de identificar o nível da informação em função dos riscos de crédito dos recebíveis que são transferidos aos cotistas. Baseada neste contexto, a questão de pesquisa fundamenta-se em: **Qual o nível da divulgação de informações sobre risco de crédito pelos demonstrativos financeiros dos FIDCs e quais os determinantes dos níveis de evidenciação, apresentados à luz da Teoria da Informação Assimétrica?**

## 1.2 OBJETIVO

Considerando o problema de pesquisa descrito, o estudo passa a ser desenvolvido mediante a determinação do seu objetivo. Este passa ser o foco da pesquisa, que busca conclusões a fim de que a questão de pesquisa seja respondida.

### 1.2.1 Objetivo Geral

Identificar o nível de evidenciação de informações sobre o risco de crédito nos relatórios financeiros dos FIDCs e identificar os determinantes que influenciam esta divulgação.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

A fim de que o objetivo geral desta pesquisa seja concretizado, faz-se necessário especificar as ações empregadas. Para isso, esta pesquisa tem como objetivos específicos:

- averiguar o nível de cumprimento, pelos FIDCs, dos requisitos de evidenciação compulsória, acerca do risco de crédito, contidos nas normas contábeis;
- analisar quais requisitos normativos, em geral, são atendidos e quais não são atendidos; e,
- identificar a evidenciação praticada entre FIDCs que possuem diferentes características (segmento do originador, tamanho da entidade, forma de constituição do fundo, tempo de

duração, composição das cotas, rentabilidade média das cotas, entidade administradora, empresa de auditoria e idade do fundo).

Estes objetivos foram determinados em função da observação empírica e teórica das atividades de securitização, no Brasil e no ambiente internacional, assim como da contabilidade de instrumentos financeiros. Baseada nestes conceitos, a presente pesquisa busca avaliar se entidades securitizadoras evidenciam adequadamente informações sobre o risco de crédito. A partir desta verificação, busca-se identificar os níveis de evidenciação de informações sobre o risco de crédito a partir de critérios normativos. Na sequência, os níveis de evidenciação são avaliados considerando características presentes nas entidades securitizadoras, nos ativos securitizados e na relação entre securitizadora e investidores, com o objetivo de identificar determinantes que influenciam a divulgação dos riscos de créditos pelas securitizadoras ou na ausência desta.

### 1.3 HIPÓTESES DA PESQUISA

A presente pesquisa desenvolve-se amparada no problema de pesquisa e em consenso com a literatura sobre securitização e evidenciação de riscos. A partir do problema de pesquisa são identificados os objetivos e, para estes, são elencadas hipóteses. Estas, segundo Martins & Theóphilo (2009), são estruturadas mediante intuição, resultados de pesquisas anteriores e teoria conhecida. As hipóteses da presente pesquisa são as seguintes:

**H<sub>1</sub> - Os FIDCs atendem parcialmente aos requisitos normativos de evidenciação de informações sobre risco de crédito.**

Entre as pesquisas que investigaram o nível de evidenciação de informações dos riscos observa-se que prevalece a conclusão de que há baixo nível de atendimento das normas de evidenciação. Lajili & Zeghal (2005) analisaram as demonstrações financeiras de empresas Canadenses e observaram que informações quantitativas sobre os riscos eram escassas, não permitindo aos usuários externos uma compreensão clara dos riscos presentes nas empresas e gerando assimetria de informação. Linsley & Shrivies (2006) investigaram empresas do Reino Unido e obtiveram os mesmos resultados apresentados por Lajili & Zeghal (2005).

Amran, Bin & Hassan (2009) identificaram níveis de evidenciação de riscos de empresas da Malásia inferiores aos resultados encontrados por Lajili & Zeghal (2005), confirmando que a evidenciação do risco não atende aos critérios determinados pelos

normativos contábeis deste país. Rajab & Handley-Schachler (2009) também avaliaram os níveis de evidenciação de informações sobre o risco no Reino Unido em função da emissão de regulamentos específicos. Encontraram que, apesar de haver uma melhoria da divulgação ao longo do tempo, o *disclosure* praticado é de qualidade questionável, visto que não atende aos critérios normativos. Othman & Ameer (2009) encontraram que o risco de crédito é a categoria menos mencionada entre os riscos de mercado de instrumentos financeiros nas demonstrações financeiras de empresas da Malásia.

Em Portugal, Pinto & Lemos (2013) encontraram resultados que apontaram para o baixo nível de evidenciação de informações de risco, ao analisar as instituições financeiras. No Brasil, Dantas, Rodrigues, Rodrigues & Capelletto (2010) avaliaram o *disclosure* do risco de crédito pelos bancos e identificaram que o nível de atendimento das normas de divulgação é baixo, ficando em torno de 40%.

Maia, Formigoni & Silva (2012) identificaram que o atendimento dos critérios normativos de evidenciação compulsória por empresas brasileiras é de 67,5%. Oliveira, Rodrigues & Craig (2011) identificaram que a adoção de normas internacionais de contabilidade não colaborou com os níveis de evidenciação de riscos no Brasil. Esta mesma conclusão foi obtida por Shinzato (2011) que demonstrou que não houve melhoria quanto à transparência na divulgação da exposição do risco crédito com adoção das normas internacionais de contabilidade por empresas brasileiras.

Dobler (2008) efetua uma análise das pesquisas sobre a divulgação dos riscos e, a partir de seus achados, relata que o baixo nível de evidenciação do risco é um evento esperado visto que as informações de risco podem expor as estratégias gerenciais, deixando a entidade vulnerável em relação à concorrência de mercado. Por este motivo, deixam de divulgar informações desta natureza, por mais que sejam requeridas pelos investidores e demais *stakeholders*. Na Espanha, Domínguez & Gámez (2014) encontram resultados semelhantes.

Quanto às atividades de securitização, Cheng, Dhaliwal & Neamtiu (2008) concluíram em sua pesquisa que existe opacidade de informações. Esta foi avaliada sob a perspectiva da assimetria informacional e da discordância entre diferentes investidores acerca da essência da informação emitida sobre os riscos das operações realizadas por securitizadoras.

Barth & Landsman (2010) encontraram que as atividades de securitização não possuem divulgação de informações suficientes para que os investidores possam avaliar adequadamente o nível de risco transferido aos seus investimentos. Estas conclusões levam ao pressuposto de que as demonstrações financeiras dos FIDCs não efetuam todas as divulgações de informações, sobre risco de crédito, exigidas pelas normas contábeis.

Além disso, a análise do tempo de emissão das normas está relacionada ao estudo de Rajab & Handley-Schachler (2009) que constataram uma tendência crescente na divulgação de risco no período, cuja principal influência foi a regulação da contabilidade e as recomendações dos institutos de contabilidade. Amran, Bin & Hassan (2009) destacam que a recente implantação dos regulamentos leva a menores índices de atendimento às normas de evidenciação. Dantas et al. (2010) identificaram que o atendimento dos critérios normativos de evidenciação de risco de crédito de bancos brasileiros cresceu constantemente no período de análise, a partir da data de vigência dos regulamentos.

**H<sub>2</sub> – O nível de atendimento dos critérios de divulgação do risco de crédito definidos pela ICVM nº 489/11 é maior em relação ao atendimento dos critérios do CPC 40.**

Abraham e Cox (2007) indicaram que o nível de evidenciação de risco é influenciado pela regulação existente, demonstrando que a normatização da divulgação de riscos é importante para que os usuários externos recebam mais informações e com mais qualidade. Porém, Rajab & Handley-Schachler (2009) relatam que identificaram baixo nível de atendimento aos regulamentos de divulgação, no Reino Unido. Cerbioni, Fabrizi & Pabonetti (2014) relatam que as securitizadoras italianas não atendem adequadamente aos critérios de divulgação dos instrumentos financeiros e, que por este motivo, normas contábeis específicas sobre securitização poderiam colaborar com uma melhor evidenciação.

No Brasil, as regras gerais de divulgação acerca dos instrumentos financeiros estão presentes no CPC 40. Contudo, houve emissão da ICVM nº 489/11 justamente com o intuito de definir parâmetros de registro contábil e evidenciação das informações referentes às atividades específicas de securitização, a fim de que haja um padrão de publicidade deste segmento.

Garcia, Fadel & Moraes (2015) identificaram que o nível de cumprimento dos critérios normativos de evidenciação do risco de crédito constantes na ICVM nº 489/11 é superior em relação aos requisitos presentes no CPC 40, em vista da sua especificidade. Estas evidências permitem estruturar a hipótese de que o nível de atendimento dos critérios de divulgação do risco de crédito definidos pela ICVM nº 489/11 é maior em relação ao atendimento dos critérios do CPC 40.

**H<sub>3</sub> - O nível de divulgação do risco de crédito é maior em critérios normativos qualitativos em relação aos aspectos quantitativos de evidenciação.**

Ao analisar os estudos sobre evidenciação de riscos, pode-se identificar que há predominância de resultados que apontam para um baixo nível de divulgação quantitativa de riscos, ainda que sejam requisitos compulsórios de divulgação. Lajili & Zéghal (2005), Linsley & Shrives (2006) e Othman & Ameer (2009) convergem quanto a este entendimento, a partir dos resultados apresentados por suas pesquisas. No Brasil, Silva, Machado & Hein (2013) avaliaram critérios de divulgação determinados pelo CPC 40 e encontraram que a divulgação atende critérios qualitativos, mas, normalmente, não atendem aos critérios quantitativos.

Dobler (2008) relata que existe dificuldade pelas empresas em mensurar seus riscos, e, por isso, evitam oferecer informações que podem ser incorretas, optando por não divulgá-las. Isto permite formular a hipótese de que o nível de evidenciação do risco de crédito é formado, principalmente, pelo atendimento de critérios qualitativos. Isto leva ao pressuposto de que este aspecto do risco de crédito possui maior divulgação em relação aos aspectos quantitativos.

**H<sub>4</sub> – O nível de divulgação do risco de crédito é influenciado por características dos FIDCs.**

Considerando que existem dois regulamentos que determinam critérios de divulgação do risco de crédito pelos FIDCs, é preciso analisar a relação dos possíveis determinantes do nível de evidenciação para cada norma. Isto torna necessário subdividir H<sub>4</sub>, conforme segue:

**H<sub>4.1</sub> – O nível de divulgação do risco de crédito exigido pelo CPC 40 (R1) é influenciado por características dos FIDCs.**

**H<sub>4.2</sub> – O nível de divulgação do risco de crédito exigido pela ICVM nº 489/11 é influenciado por características dos FIDCs.**

Os possíveis determinantes avaliados baseiam-se na observação empírica e nos resultados de pesquisas. O segmento do originador é avaliado devido as peculiaridades que os setores da economia apresentam, estando entre elas o nível de riscos. Amran, Bin & Hassan (2009) constataram que empresas de setores distintos realizam evidenciações diferenciadas sobre o risco, considerando que estes sofrem exposição a riscos distintos e em diferentes níveis. Rajab & Handley-Schachler (2009) constataram que o envolvimento de distintos setores é significativo e positivamente correlacionado com o nível de informação sobre o risco divulgado. Segundo Hassan (2009), Elzahar & Hussainey (2012) e Madrigal, Guzmán &

Guzmán (2015) a relação entre o tipo de segmento e o *disclosure* é significativa para explicar a divulgação dos riscos. Porém, Baroma (2014) e Domínguez & Gámez (2014) não encontraram relação entre o nível de evidenciação e o tipo de atividade e o setor.

O mercado avalia os riscos da securitização a partir do originador do crédito (Landsman, Peasnell & Shakespeare, 2008, Favero Junior, 2014). Além disso, Guo & Wu (2014) identificaram que quanto maior o nível de securitização de um segmento, menos transparente são as informações destas estruturas.

Entre os estudos realizados sobre a divulgação dos riscos, o tamanho da empresa é uma variável que foi analisada enquanto determinante de evidenciação. Linsley & Shrivies (2006) verificaram que o tamanho da empresa está positivamente correlacionado com o nível de divulgação dos riscos. Convergem nesta conclusão Amran, Bin & Hassan (2009), Baroma (2014), Elzahar & Hussainey (2012) e Madrigal, Guzmán & Guzmán (2015).

No entanto, alguns estudos não verificaram esta relação. Rajab & Handley-Schachler (2009) e Hassan (2009) não encontraram correlação entre o tamanho da empresa e o índice de divulgação de informações sobre os riscos presentes nas entidades avaliadas.

No Brasil, Malaquias (2008) identificou que empresas maiores apresentaram melhores níveis de evidenciação. Dantas (2010) verificou que os bancos de maior porte divulgam mais informações sobre o risco de crédito.

A forma de constituição dos FIDCs é um dos elementos observados por esta pesquisa. Os FIDCs podem ser constituídos como fundos abertos ou fechados. Os fundos abertos, entre outras características, permitem aos cotistas vender suas cotas a qualquer momento, desde que atendam aos critérios determinados no estatuto do fundo. Quanto aos fundos fechados, as cotas apenas podem ser resgatadas por ocasião de vencimento ou encerramento do fundo.

Considerando que as cotas podem oferecer distintos níveis de riscos aos seus investidores, Garcia, Fadel & Moraes (2015) investigaram a possível relação destas com a evidenciação do risco de crédito. O estudo demonstrou que não há influência do tipo de FIDC, quanto à sua classificação em abertos e fechados, no *disclosure* do risco de crédito destas entidades.

As estruturas das cotas são avaliadas em virtude de Abraham e Cox (2007) indicar que os investidores tendem a procurar empresas com menores níveis de divulgações de risco. Isto demonstra que a divulgação completa dos riscos da empresa pode afastar os investidores, levando as entidades a não divulgar com completude as informações inerentes às suas atividades. Devido esta ocorrência, segundo a Teoria da Informação Assimétrica, as empresas

com maiores riscos divulgam menos a fim de não expor sua condição ao mercado (Stiglitz, 1985).

A estrutura de capital dos FIDCs pode assumir diferenciadas combinações, em vista da possibilidade de emissão de cotas diferenciadas. Isto porque as cotas subordinadas podem, inclusive, atuar como recurso dissipador de riscos. Pinheiro (2008) confirma em sua pesquisa que as cotas seniores de FIDCs oferecem riscos muito baixos. FIDCs que possuem apenas cotas subordinadas possuem mais riscos, ainda que também sejam baixos. Logo, quando prevalecem as cotas subordinadas na estrutura de capital dos FIDCs, existem níveis superiores de riscos.

Garcia, Fadel e Moraes (2015) demonstram, por meio de estudo junto aos FIDCs, que a estrutura das cotas destes fundos não influencia a divulgação do risco de crédito. Domínguez & Gámez (2014) também demonstram em sua pesquisa que o nível de evidenciação dos riscos independe do tipo de propriedade.

Enquanto determinante da divulgação de riscos, a rentabilidade foi apontada como fator de influência na divulgação dos riscos, pela pesquisa de Domínguez & Gámez (2014), realizada em bancos da Espanha. Dantas et al. (2010) investigaram esta variável a partir do contexto de bancos brasileiros e também verificaram a correlação entre a rentabilidade e a divulgação compulsória do risco de crédito.

Contudo, Pinto & Lemos (2013) efetuaram pesquisa em bancos portugueses e não encontraram correlação entre os níveis de evidenciação e a rentabilidade das ações. Elzahr & Hussainey (2012) também não encontraram evidência sobre a relação da rentabilidade com o nível de divulgação dos riscos. No Brasil, Maia, Formigoni & Silva (2012) verificaram que a rentabilidade não influencia o nível de divulgação de empresas brasileiras.

A rentabilidade das cotas de FIDCs demonstra se o fundo está obtendo sucesso ao gerenciar os fluxos de caixa, o que permite verificar se este não está exposto às variações causadas por riscos. A partir dos resultados de pesquisas, sabe-se que as empresas com mais riscos tendem a divulgar menos informações e as empresas com menores riscos tendem a realizar uma divulgação mais ampla (Dobler, 2008, Domínguez & Gámez, 2014, e Madrigal, Guzmán & Guzmán, 2015).

A auditoria tem o papel de conferir validade às informações constantes nas demonstrações financeiras emitidas pelas entidades e, portanto, é um das características avaliadas por este estudo. Maia, Formigoni & Silva (2012) verificaram, por meio de estudo, que o porte da empresa de auditoria influencia positivamente o nível de divulgação de empresas brasileiras. Em especial, as organizações auditadas pelas “*Big Four*” apresentam

melhores níveis de divulgação em comparação às demais empresas de auditoria. Atanasovski, (2015) demonstrou que o nível de conformidade dos requisitos de evidenciação da IFRS 7 está relacionado com o tipo de auditor contratado.

#### 1.4 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES ESPERADAS

A securitização apresenta-se como um produto obtido das finanças estruturadas, disponibilizado ao mercado de capitais, cujo acesso a recursos financeiros oriundos de investidores é oportunizando de forma democrática (Pinheiro, 2008, Schwarcz, 2009). Ou seja, a securitização colabora com o mercado no sentido de atender entidades que não possuem acesso ao mercado de capitais, ao mercado financeiro, ou que as operações financeiras convencionais apresentam-se com custos elevados.

Considerando que a securitização tem potencial de gerar títulos de investimento lastreados em créditos de diversas origens, esta estruturação financeira permite remunerações diferenciadas. Isto ocorre em função dos distintos níveis de risco que podem ser assumidos, o que torna a securitização um investimento que atende aos mais diversos tipos de investidores, desde os mais conservadores até os mais dinâmicos (Gorton & Souleles, 2005).

Entretanto, ainda que a securitização tenha se destacado no mercado de capitais em relação às vantagens apresentadas, é notado que a potencialidade de desenvolvimento das finanças estruturadas ainda é pouco explorada no Brasil (Pinheiro, 2008, Uqbar, 2015-a). Isto ocorre porque a complexidade da securitização eleva a dificuldade em fidelizar seus investidores. Além disso, colabora o fato do pouco acesso a informações, visto que é comum as entidades securitizadoras não evidenciar informações completas sobre as suas operações (Mickalak & Uhde, 2012).

Sabe-se que para que os agentes de mercado possam alocar recursos financeiros a investimentos disponíveis é preciso obter informações sobre os produtos financeiros (Stiglitz, 1975). Entre as principais ausências de divulgação na securitização, estão as informações quantitativas e qualitativas acerca da extensão e da concentração dos riscos envolvidos em cada estrutura de securitização (Cerbioni, Fabrizi & Pabonetti, 2014, Chen, Liu & Ryan, 2008). Devido estas características, recentemente, os reguladores têm empregado esforços para melhorar a qualidade das informações em relação aos requisitos quantitativos dos riscos (Souza, 2014).

Visto que o risco de crédito normalmente está presente nos títulos de securitização (CVM, 2014, Mickalak & Uhde, 2012, Pinheiro, 2008), verifica-se a importância de avaliar o

nível de evidenciação de informações sobre este risco nas operações de securitizadoras brasileiras, a fim de que os investidores possam avaliar seus investimentos nestas estruturas (Schwarcz, 2008). Assim, é possível identificar se as entidades securitizadoras brasileiras têm atuado de forma transparente, possibilitando que a diligência seja praticada entre seus investidores, e, portanto, colaborado com a sofisticação da securitização no Brasil. Permite também verificar se o *disclosure*, destacado como um dos problemas da securitização na ocorrência da crise dos *subprimes*, foi revisto de forma a comportar a essência econômica destas estruturações.

É relevante identificar a assimetria de informações no mercado de securitização brasileiro após a emissão de regulamentos específicos, como a ICVM nº 489/11 e o CPC 40, sendo o *disclosure* colocado como recurso fundamental ao desenvolvimento desta atividade. Com a identificação do nível da evidenciação dos riscos e as características desta divulgação pelos FIDCs, principal veículo da securitização brasileira, é possível elaborar soluções que ampliem o reconhecimento das potencialidades desta estrutura, tanto como fonte de geração de crédito, como oportunidade de investimento. Estas ações são necessárias em virtude da securitização representar uma ferramenta financeira eficiente e que, por isso, deve ter seu futuro assegurado (Schwarcz, 2009).

Desta forma, este estudo colabora com qualidade da informação divulgada pelos FIDCs, identificando pontos de melhorias para a atuação transparente da securitização efetuada por estes fundos. A divulgação de informações pelas entidades securitizadoras é crucial para que os investidores tenham condições de avaliar os títulos destas estruturas, disponíveis no mercado de capitais (Brown, 2010, Schwarcz, 2009).

Mesmo com a normatização dos critérios de divulgação, em geral, as securitizadoras não divulgam informações com qualidade a respeito do risco de crédito presente nos títulos de securitização (Mickalak & Uhde, 2012). A crise do *subprime* foi instalada mesmo com a divulgação de informações sobre as características dos ativos que lastreavam os títulos de securitização. Contudo, diante da complexidade destas operações, os investidores não foram capazes de compreender o nível de risco atrelado, visto que as informações não eram suficientemente claras (Cerbioni, Fabrizi & Pabonetti, 2014, Schwarcz, 2008).

Portanto, baseado na experiência internacional sobre a securitização, é necessário verificar se as securitizadoras brasileiras possuem ações transparentes perante o mercado de capitais, colaborando com a redução da assimetria informacional, mediante a divulgação de informações com qualidade. Ao investigar sobre a assimetria de informações relativas ao risco de crédito das operações de securitização dos FIDCs é possível promover maior segurança aos

cotistas destes fundos. Isto porque todas as garantias dadas pelos originadores, independentemente de serem formais ou informais, devem ser consideradas no reconhecimento das operações, cuja essência das estruturas de securitização deve ser retratada a fim de que os investidores possam avaliar seus investimentos com diligência (Iudícibus, Martins, Gelbcke & Santos, 2010).

De acordo com Brown (2010) os riscos presentes em estruturas de securitização podem ser avaliados de formas distintas entre indivíduos que possuem diferentes conhecimentos e experiências no mercado de capital. Isto significa que, ainda que existam informações disponíveis, não há garantias de que os investidores farão escolhas acertadas, visto que esta relação comportamental não pode ser testada.

Contudo, espera-se que, quanto mais informações disponíveis, mais os investidores potencializam o poder de decisão (Brown, 2010). Assim, ao investigar a qualidade da evidenciação contábil acerca das operações de securitização, pode-se avaliar se a contabilidade tem contribuído com os *shareholders* no sentido de permitir conhecer com clareza a estrutura de investimentos formada pela securitização.

A presente pesquisa também contribui com a melhoria do aparato normativo contábil. Estes dispositivos normativos, entre outras funções, têm como objetivo prover os investidores com informações para subsidiar as suas decisões (CPC 00 (R1), 2011). Quanto às atividades de securitização, objetivam relatar a conduta dos administradores e gestores, para que atuem diligentemente no interesse dos cotistas, ou, definir estruturas de controle, composição da carteira, liquidez e restrições à alavancagem (CVM, 2014). Além disso, a identificação dos fatores que interferem nos níveis de evidenciação podem colaborar com os normatizadores e usuários da informação contábil, a fim de compreender as dificuldades presentes no ambiente de atendimento das normas.

Assim, ao verificar como os FIDCs têm atendido aos requisitos normativos, esta pesquisa identifica as características destes critérios, assim como as possíveis melhorias que podem ser efetuadas, para que não haja perda de informações pelos investidores. Isto porque existe o pressuposto subjacente de que não há perda de informação na transmissão de ativos, embora a securitização aumente a distância entre mutuários e investidores (Keys et al., 2008).

Além destas contribuições, a pesquisa sobre a evidenciação de informações aos investidores da securitização contribui com o desenvolvimento do mercado de capitais. Isto é percebido devido as informações de qualidade e a transparência serem quesitos buscados pelos agentes dos mercados a fim de que as negociações sejam efetuadas de forma

equilibrada, provendo, assim, a continuidade e sustentação deste ambiente (Farhi & Cintra, 2002).

Entre as atividades desenvolvidas pelo mercado de capital, a securitização é elencada como um formato de investimento cerceado de operações complexas, pois, até os investidores experientes, por vezes, possuem dificuldade para avaliar com confiabilidade a qualidade da solvência dos títulos de securitização (Brown, 2010). Por isso, a transparência na divulgação e quantificação dos fatores de risco torna os mercados mais eficientes (Cardoso, Mendonça Neto & Riccio, 2004).

Keys et al. (2008) informam que a disponibilização de informações completas e suficientes ao mercado, faz com que os seus participantes mantenham a remuneração a níveis plausíveis, visto que possuem condições de averiguar o risco adicional e de contrabalancear o potencial risco moral, visto que, nestas condições, o custo para rastreio dos riscos torna-se irrisório. Portanto, identificar o nível de informações que as entidades de securitização disponibilizam colabora com o equilíbrio do mercado de capitais e fortalece o seu crescimento. Ainda que alguns fatos tenham abalado o crescimento da securitização, espera-se que esta seja a principal forma de estruturação de capital no futuro (Schwarcz, 2009).

Além de todas estas possibilidades, a presente pesquisa ainda contribui com aspectos científicos relativos à evolução da pesquisa contábil no âmbito da divulgação dos riscos, e, principalmente, relacionadas à divulgação de aspectos relacionados com as operações de securitização.

Os resultados também complementam os achados de demais estudos, como de Malaquias (2008) e Silva, Machado e Hein (2013), que verificaram o nível de evidenciação de instrumentos financeiros pelas empresas brasileiras, buscando compreender os paradigmas que determinam o *disclosure* praticado no Brasil. Em especial atenção às pesquisas internacionais sobre a divulgação dos instrumentos financeiros, colabora com as pesquisas de Atanasovski (2015), Mattei, Palmucci e Bonetti (2013), Resende (2014) e Shinzato (2011).

A investigação sobre a evidenciação do risco de crédito por securitizadoras contribui com o conjunto de pesquisas que analisam a suficiência das práticas contábeis, enquanto ciência detentora de função informativa no meio organizacional. Ademais, amplia as investigações sobre securitização no âmbito contábil e promove o seu desenvolvimento, visto que existem poucas pesquisas sobre este tema no Brasil (Favero Junior, 2014, Fernandes, Sheng & Lora, 2014, Pinheiro, 2008). Em virtude destas contribuições, compreende-se que a presente pesquisa apresenta-se oportuna e relevante.

## 1.5 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

É preciso estabelecer os limites da amplitude da análise para garantir a viabilidade do estudo e a consecução dos objetivos esperados, mediante atendimento do rigor metodológico. Isto leva a fazer escolhas para que a pesquisa seja desenvolvida respeitando os recursos e o tempo disponíveis.

A amostra de entidades securitizadoras foi composta por FIDCs. A escolha desta modalidade de entidade securitizadora ocorreu visto que as cotas de FIDCs são os principais títulos de securitização presentes no mercado de capitais brasileiro, tanto em volume de operações quanto em valores absolutos (Pinheiro, 2008, Uqbar, 2015-a). Além disso, encontram-se FIDCs com diversas estruturas de cotas, além de utilizar ativos lastros com características distintas. Demonstra abrangência em relação aos tipos de investidores e amplitude quanto às origens e setores dos recebíveis utilizados por estas operações. Quanto à análise das informações divulgadas pelas securitizadoras, foi estabelecido o uso dos relatórios financeiros divulgados por estes fundos, em especial, as notas explicativas.

Outro aspecto que influencia a avaliação dos FIDCs está subsidiado no fato de que estas entidades, além de seguir os requisitos normativos constantes nos pronunciamentos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), possuem a obrigatoriedade de atender critérios de divulgação complementares às normas contábeis brasileiras, em função da especificidade das suas atividades. Esta regulação é representada, principalmente, pela ICVM nº 489/11.

Esta Instrução, emitida pela CVM, determinou elementos de evidência contábil complementares aos preceitos constantes nos pronunciamentos técnicos contábeis brasileiros, em especial o CPC 40. Assim, a análise das informações constantes nos relatórios financeiros emitidos a partir de 2011 permite que seja avaliado o nível de adequação dos FIDCs às recentes normas sobre divulgação contábil destes fundos. Com isso, pode-se identificar o nível de divulgação de informações por meio das demonstrações contábeis destas securitizadoras, buscando compreender se existem relatos com clareza, atendendo a essência econômica das operações de securitização.

Em virtude da referência à estas normas, a pesquisa é delimitada pelo aspecto temporal, cuja avaliação refere-se às demonstrações contábeis divulgadas pelos fundos de investimento em direitos creditórios de 2012 à 2014. A determinação deste período visa elencar informações elaboradas com base nos mesmos instrumentos normativos (ICVM nº

489 emitida em 2011 e CPC 40 com emissão em 2012), a fim de que a comparabilidade não seja prejudicada.

Quanto às informações avaliadas, este estudo enfatiza a evidenciação do risco de crédito pelos FIDCs em virtude deste ser o principal fator que tem-se mostrado obscuro aos investidores (CVM, 2014, Mickalak & Uhde, 2012, Pinheiro, 2008). Ainda que novas técnicas de proteção aos investimentos sejam disponibilizadas pelas entidades securitizadoras, existe pouca informação sobre a efetiva parcela do risco de crédito que os investidores estão expostos. Mediante esta situação, o estudo prioriza a avaliação das informações contidas em relatórios contábeis, avaliando seu potencial enquanto instrumento informativo e de fortalecimento do mercado de securitização.

É preciso enfatizar que a contabilidade é sustentada pelo tripé reconhecimento, mensuração e evidenciação. No entanto, este trabalho dedica-se apenas à avaliação da evidenciação, considerando os critérios normativos vigentes. Portanto, não cabe a esta pesquisa analisar os aspectos de mensuração e reconhecimento do risco de crédito da securitização.

## 1.6 ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA

A pesquisa está organizada em 5 capítulos, sendo que o presente capítulo efetua a introdução ao tema de estudo. Para isso identificou-se o contexto de onde foi extraído o problema de pesquisa que ampara o objetivo da pesquisa. A partir da definição do objetivo foi justificada a relevância desta pesquisa, as contribuições e a delimitação necessária para a consecução dos objetivos.

O segundo capítulo realiza a análise do referencial teórico. Neste capítulo é apresentada a conceituação da securitização, a sua origem e desenvolvimento. São identificadas as características das atividades de securitização, as entidades que podem realizá-las e os riscos que existem nestas operações. Este capítulo ainda identifica as normas de contabilidade que sustentam a divulgação de informações relativas ao risco de crédito. Explicita a teoria que embasa o problema de pesquisa, assim como os resultados de pesquisas que colaboram com o entendimento dos resultados do presente estudo.

O terceiro capítulo efetua a apresentação dos aspectos metodológicos presentes na pesquisa e a identificação da amostra utilizada. São demonstrados os itens de divulgação avaliados nas notas explicativas dos FIDCs, além da respectiva indicação das normas que os

determinam. São demonstradas as expectativas sobre os resultados, baseados nos estudos anteriores. Também são explicitados os métodos utilizados na análise destes dados

No quarto capítulo é realizada a análise dos dados obtidos mediante busca efetuada junto aos relatórios financeiros das empresas da amostra. São identificados os níveis de evidenciação com base nos critérios normativos, assim como os determinantes destas divulgações.

O quinto capítulo efetua as considerações mediante os resultados encontrados e as expectativas traçadas com base nos resultados de demais estudos. A partir destas considerações são indicadas as limitações da pesquisa, assim como novas oportunidades de estudos que surgiram no decorrer desta investigação científica.

## 2 PLATAFORMA TEÓRICA

Este capítulo dedica-se, inicialmente, ao contexto histórico da securitização e destaca os fatos que instigaram a origem das primeiras operações. Em seguida, discorre sobre o desenvolvimento da securitização brasileira, apresenta os elementos que integram a estrutura da securitização e como estes colaboram com as atividades de desintermediação financeira, destacando os riscos que podem ocasionar perdas aos investidores. Posteriormente, são apresentadas as normas contábeis sobre a divulgação de informações acerca das operações de securitização a fim de subsidiar o processo de análise da qualidade informativa sobre estas estruturas. Destacam-se ainda os resultados de pesquisas sobre o tema e a relação entre a Teoria da Assimetria Informacional com o objetivo do estudo.

### 2.1 CONTEXTO TEÓRICO

O contexto teórico relata a origem da securitização, seu conceito e identifica as características desta atividade. Com base nestes esclarecimentos, são identificadas as características da informação disponibilizada pela contabilidade como fator de influência no desenvolvimento do mercado de securitização no Brasil.

#### 2.1.1 Conceito da Securitização

A palavra securitização deriva do termo inglês “*securitiy*”, cujo significado corresponde a valor mobiliário. No Brasil, o vocábulo não foi traduzido, culminando no processo de “aportuguesamento” do termo estrangeiro e sendo usado da forma como é conhecido desde as primeiras operações genuinamente pertencente aos moldes da securitização (Chaves, 2006, Luxo, 2007).

Portanto, securitização corresponde ao ato de transformar ativos, representados pelos direitos creditórios, em valores mobiliários negociados no mercado de capitais. Ou seja,

securitização não representa um título específico, mas sim o processo de criação de valores mobiliários (Coelho & Borelli, 2012).

Fabozzi e Kothari (2007) descrevem que, em sentido amplo, inicialmente, o termo "securitização" implicou no processo pelo qual uma relação financeira era convertida em uma transação. No entanto, estes autores concordam que, atualmente, a definição da securitização atingiu um ponto mais específico. É compreendida como um processo pela qual uma entidade que possui uma carteira de recebíveis com fluxos de caixa futuros identificáveis, transfere os direitos sobre estes créditos para outra entidade criada especificamente para o único propósito de manter estes ativos em carteira. Posteriormente, o fluxo de caixa gerado por estes ativos será utilizado para pagar os investidores ao longo do tempo, com ou sem apoio de outras fontes que não sejam créditos securitizados.

Kendall (1998) conceitua a securitização como o empacotamento de empréstimos individuais e demais instrumentos de dívida com a finalidade de transformá-los em um título, ou conjunto de títulos, reforçando a qualidade creditícia, para que sejam vendidos a investidores. Isso reflete a transformação de ativos ilíquidos em ativos líquidos, cuja negociação com o mercado não seria possível sem a presença de uma entidade que estruture a operação, no caso, as securitizadoras.

Coelho e Borelli (2012) definem a securitização como qualquer processo de desintermediação financeira que exista a emissão de títulos mobiliários a partir de ativos e passivos de terceiros ou quando ocorre emissão de títulos por entidades não financeiras.

Por intermédio da Lei nº 9.514/97, em seu Art. 8º, o conceito de securitização representa "a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora". Esta definição esclarece a atuação da securitização, retratando a relação entre os ativos e os títulos de crédito, sendo estabelecido o instrumento legal (Termo de Securitização de Créditos) que confere adequação jurídica a esta operação.

Iudícibus et al. (2010) relatam que, no conceito brasileiro, securitizar representa o ato de converter determinados ativos em lastro para a emissão de títulos ou valores mobiliários. Estes autores complementam explicando que a securitização é uma operação financeira que converte ativos a receber de uma empresa em títulos negociáveis, conhecidos como *securities*. Estes títulos são vendidos a investidores que passam a deter o direito de receber o fluxo de caixa gerado pelos ativos securitizados.

O conceito de securitização é tratado por Caminha (2007) sob duas perspectivas. Em uma delas, atendendo ao caráter estrito da securitização, denomina estas operações com a

função de congregar créditos, eliminando os vínculos com seus emissores, mediante entidade com atuação específica a fim de lastrear a emissão de títulos. A outra perspectiva conceitua a securitização, em sentido amplo, como uma alternativa de financiamento de atividades organizacionais em substituição aos tradicionais meios de fomento financeiro, mediante a instauração da desintermediação financeira.

Atendendo ao caráter financiador da securitização, Chaves (2006) defende que esta atividade pode ser definida como um acordo com respaldo jurídico que viabiliza a antecipação de fluxos de caixas futuros por quem necessite. Esta operação é viabilizada mediante a cessão de créditos a uma entidade adquirente, que emitirá, pública ou privadamente, títulos ou valores mobiliários, amortizando-os e/ou resgatando-os após o efetivo pagamento dos créditos que lhe foram cedidos. Neste mesmo sentido, Schwarcz (2009) explica que a securitização é um processo no qual as empresas podem obter financiamento de baixo custo, pela alocação eficiente dos riscos patrimoniais de acordo com o apetite dos investidores por risco.

Fabozzi e Kothari (2007) relatam que a desintermediação financeira efetuada pela securitização tem a capacidade de integrar os indivíduos do mercado de capitais e de potencializar o fluxo financeiro entre diversas entidades. Assim, observa-se que a securitização cria um ambiente de ligação entre tomadores e poupadores, configurando um instrumento do mercado financeiro. Isto permite que a securitização possa realizar funções que as instituições financeiras exercem, porém, por intermédio de uma relação distinta, visto ser caracterizada como uma instituição de cunho não financeiro.

Isto ocorre devido a desintermediação financeira realizar função distinta à intermediação financeira, sendo esta realizada a partir de uma instituição financeira que recebe depósitos de poupadores, cujo capital é emprestado a tomadores de recursos, caracterizando-se como uma transação essencialmente financeira (Caminha, 2007). A distinção ocorre em virtude do processo de desintermediação financeira ser viabilizado mediante o vínculo direto entre poupadores e tomadores sem, portanto, necessitar da presença de instituição financeira.

A partir da propagação das atividades de securitização, mediante a desintermediação financeira, foi expandida a possibilidade de transferência de recursos entre elementos do mercado. Isso demonstra que houve um rompimento com a dependência da clássica estrutura de alocação de capital, em virtude da criação de instrumentos financeiros que surgiram como opção às necessidades do mercado (Fabozzi & Kothari, 2007). Isto foi oportunizado pela atuação das securitizadoras, cujos recebíveis utilizados nesta estruturação financeira são

oriundos da carteira de clientes da empresa demandadora de crédito, possibilitando a diversificação do risco entre os diversos investidores (Judícibus et al., 2010).

A fim de compreender como a securitização exerce a conexão entre os recursos financeiros disponíveis no mercado de capitais e os seus demandantes, faz-se necessário relatar a origem desta estrutura. Mediante análise do contexto histórico e econômico vivenciado nos Estados Unidos, encontram-se as evidências que influenciaram o desencadeamento da securitização.

### **2.1.2 Origem da Securitização**

A quebra da bolsa de valores de Nova York em 1929 motivou a mudança de postura das empresas norte-americanas. Devido a crise que se instaurou na economia americana no início da década de 1930, o então presidente Franklin Delano Roosevelt implantou o *New Deal*, consistindo em um conjunto de medidas governamentais com o objetivo de reverter a depressão econômica que os Estados Unidos vivenciava.

Entre as propostas deste governo, havia a criação de um órgão público para oferecer financiamento habitacional aos cidadãos norte-americanos. A fim de atender este propósito, foi criada a *Federal Housing Administration* (FHA), passando a emitir seguros contra inadimplência, mediante garantia hipotecária, para a oferta de financiamentos imobiliários residenciais por instituições privadas. Esta medida permitiu que os custos dos financiamentos fossem diminuídos devido o fornecimento de garantias, facilitando o acesso à aquisição de casa própria a milhares de cidadãos norte-americanos (Kothari & Lester, 2012).

Com a grande procura por este modelo de financiamento habitacional, houve a necessidade de que as fontes de financiamentos fossem expandidas. Este foi o principal fator que motivou o redesenho das possibilidades de fomento, instigando a criação de estruturas assemelhadas à securitização por intermédio de associações (Ranieri, 1998).

A primeira associação criada para levantar fundos para ser aplicados em novos contratos de financiamento, cujos créditos eram garantidos pela FHA, foi a *Federal National Mortgage Association*, em 1938 (Kothari & Lester, 2012). Posteriormente, esta entidade foi subdividida e passou a adquirir créditos de mais organizações de financiamento imobiliário, algumas sem as garantias da FHA. Nas próximas décadas, outras instituições foram criadas para atuar da mesma forma, construindo o cenário propício à expansão do mercado secundário de hipotecas (Chaves, 2006).

A procura por financiamentos habitacionais continuou crescendo, fazendo com que o mercado primário e secundário das hipotecas se consolidasse. Isso ocorreu por volta do ano de 1970 e representou o período em que as condições para o desenvolvimento das estruturas de securitização foram atendidas. Chaves (2006) relata que em 1970 ocorreu a primeira estruturação efetiva de securitização, sendo emitidos valores mobiliários lastreados em créditos hipotecários pela *Advance Coparation Mortgage*. Esta operação é considerada a primeira atividade de securitização, pois, pela primeira vez, houve a transformação de recebíveis em valores mobiliários.

As primeiras operações que foram estruturadas dentro do conceito da securitização ocorreram quando órgãos governamentais norte-americanos, que ofertavam financiamento imobiliário, realizaram o desenvolvimento do mercado de títulos lastreados em créditos hipotecários. Estes títulos foram denominados de *pass-through certificate* e foi desenvolvido pela *Government National Mortgage Association* (Kendall, 1998).

Os investidores do mercado de capitais ficaram receosos com as primeiras estruturações de securitização. Ranieri (1998) destaca que houve dificuldade em vender títulos de securitização no início destas estruturações, visto que os investidores não compreendiam com clareza o processo de securitização. Contudo, os elevados rendimentos atraiu o interesse de muitos investidores, ainda que houvesse complexidade na avaliação dos elementos que compunham os títulos de securitização (Cerbioni, Fabrizi & Pabonetti, 2014). Superada esta dificuldade inicial, a securitização experimentou um grande crescimento amparado pelo fato de que o mercado de capitais mostrou-se mais eficiente e menos custoso que o sistema bancário.

Isto ocorreu motivado pelo elevado estoque de recursos financeiros que os bancos possuíam neste período, fazendo com que estes emprestassem considerável volume de capital com o intuito de elevar o giro dos recursos disponíveis. Os países em desenvolvimento aproveitaram esta oferta para financiar o crescimento de suas economias, contudo, muitas destas nações não quitaram suas dívidas conforme previsto, o que acarretou uma crise bancária (Chaves, 2006).

Isto influenciou na elevação do risco dos bancos, visto que a qualidade das carteiras foi deteriorada. Para reverter esta situação, os bancos optaram por conceder empréstimos apenas aos seus clientes corporativos tradicionais, contudo, as taxas praticadas com estes clientes eram baixas, fazendo com que não fossem suficientes para remunerar as fontes de recursos. Como forma de garantir segurança às atividades bancárias, em 1988, órgãos

reguladores internacionais firmaram o acordo da Basileia determinando o aumento da capitalização dos bancos como forma de diluir os riscos das carteiras (Myerberg, 1998).

Para amenizar a diminuição dos *spreads*, as instituições financeiras elevaram as taxas para equilibrar suas finanças o que tornou o empréstimo bancário oneroso. Todos estes eventos colaboraram para o enfraquecimento dos bancos, ampliando, assim, oportunidade para o desenvolvimento da securitização.

Contudo, ainda que a securitização possa representar um formato de instituição concorrente, o setor bancário observou que poderia repor suas perdas por meio das finanças estruturadas, negociando seus *commercial papers* (notas promissórias) no mercado de capitais. A ampliação do uso da securitização pelo setor bancário permitiu que empresas de outros segmentos conhecessem esta sistemática, fazendo com que passassem a securitizar suas dívidas, alternando seus passivos bancários por títulos mobiliários emitidos no mercado.

A partir da década de 1980, a securitização passou a ser aplicada em créditos de diversas origens. Após as primeiras estruturações utilizarem créditos imobiliários, as próximas atividades que passaram a ter recebíveis securitizados foram as notas sobre operações de arrendamento mercantil, em 1985, da empresa *Sperry Lease Finance Corp* (Chaves, 2006). Neste mesmo ano foram securitizados os primeiros créditos oriundos do setor de financiamento automobilístico, efetuados pela *General Motors Acceptance Corporation*. Em 1987 houve as primeiras securitizações de recebíveis de cartão de crédito, e, nos próximos anos, ocorreu a pulverização dos originadores de créditos interessados em securitizar seus ativos. A partir destas ocorrências, a securitização norte-americana foi disseminada como uma nova forma de alavancagem financeira baseada em emissões públicas de títulos de dívidas, denominados *asset-backed securities*.

Kendall (1998) indica que a expansão da securitização ocorreu devido a três principais motivos, sendo: a escassez de fundos que atendessem a todo o contingente de empresas que demandavam recursos externos; a existência de investidores que buscavam por opções diferenciadas de aplicação de recursos, com rendimentos elevados e seguros; e, a ocorrência de custos de captação compatíveis com a capacidade das empresas que necessitavam de recursos. Desa (2005) elenca outros quatro motivos que impulsionaram o desenvolvimento da securitização: a necessidade de financiamento via mercado de capitais; o contingente de investidores dispostos a aplicar recursos em títulos de securitização; amparo legal sobre a comercialização destes títulos; e, a padronização das práticas de mercado.

Apesar dos benefícios apresentados pela atuação da securitização, esta atividade pode apresentar algumas desvantagens ao mercado. De acordo com Schwarcz (2009), a

securitização não pode utilizar todo e qualquer tipo de ativo, em vista dos riscos que transfere aos investidores; o modelo atualmente utilizado de emissão de valores mobiliários e distribuição destes ao mercado pode gerar risco moral; a estrutura da securitização pode gerar conflitos de seleção adversa; e, existe o indicativo de que a análise das operações de securitização depende de modelos elaborados exclusivamente para esta finalidade.

### **2.1.3 Securitização Brasileira**

O início da securitização no Brasil mostrou-se tímido e inadequado às condições legais até então existentes. Porém, aos poucos, a securitização brasileira passou a ser disseminada, ainda que tenha enfrentado dificuldades mediante resistência do mercado em relação aos seus títulos de investimento (Fernandes, Hua-Sheng & Lora, 2014). Atualmente, a securitização brasileira mostra-se presente no mercado de capitais em níveis importantes e demonstra potencialidade para ser ainda mais expandida e gerar benefícios a um maior número de indivíduos e entidades.

O setor imobiliário está entre os usuários mais recorrentes da securitização brasileira e já incorporou esta estrutura como uma das principais formas de fomentar o desenvolvimento de seus projetos. Contudo, em muitos setores, a securitização ainda é escassa ou desconhecida (Uqbar, 2015-a). Isto demonstra que a securitização não atende a todos os setores de forma equilibrada.

Um dos motivos que interferiram no fraco desenvolvimento do início da securitização no Brasil é atribuído à recente expansão do mercado de capitais brasileiro. A Lei nº 4.728/65, chamada de Lei do Mercado de Capitais, foi pioneira ao utilizar o termo “valor mobiliário”, contudo, não especificou o significado do termo e sua abrangência. Este tratamento foi efetuado pela Lei nº 6.385/76, que, apesar de ainda não realizar a conceituação do verbete, elencou elementos de captação de recursos pelas companhias abertas (ações, debêntures, partes beneficiárias, bônus de subscrição etc.) com enquadramento relacionado aos valores mobiliários e instituiu critérios para sua emissão e distribuição.

Além de esclarecer estes critérios, a Lei nº 6.385/76 determinou que o Conselho Monetária Nacional (CMN), coordenado pelo Banco Central do Brasil (BACEN), passaria a regular a criação de novos tipos de valores mobiliários, assim como desenvolver mecanismos para o controle destes títulos. Este regulamento também definiu a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como responsável pela regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro. Para tanto, este órgão passou a exercer três funções no mercado de capitais. Uma

delas foi a competência de desenvolver regulamentos para os títulos mobiliários, a segunda refere-se a competência de autorizar a emissão pública de valores ou de abertura do capital e, a terceira, a competência de fiscalizar este mercado e punir os descumpridores de suas normas.

Complementando as disposições acerca dos valores mobiliários, ainda em 1976, ocorreu a emissão da Lei nº 6.404/76 que passou a regular as atividades das sociedades anônimas abertas. Ou seja, a criação de mecanismos de controle de mercado de capitais e as normas para a sua atuação são relativamente recentes, em comparação ao mercado americano e europeu.

Depreende-se da análise dos aspectos legais e normativos que somente após três décadas de atuação do mercado de capitais brasileiro houve a conceituação legal e efetiva de valor mobiliário. Esta ocorreu por meio da Lei nº 10.303/01, sendo definidas as características gerais que retratam a função destes instrumentos. Assim, ficou definido valor mobiliário como títulos “quando ofertados publicamente, [...] que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros” (Art. 2º, Inciso IX, Lei nº 10.303/01), aproximando-se do conceito de *security* utilizado no âmbito internacional.

Após a institucionalização do mercado de capitais brasileiro, passaram a ocorrer transações mais arrojadas para o fomento das organizações. Contudo, a primeira operação de securitização de créditos originados por entidade brasileira foi realizada apenas no início da década de 90, por meio do mercado internacional. Neste episódio a Embratel securitizou, mediante entidade securitizadora norte-americana, o fluxo de caixa futuro que possuía com a empresa AT&T. O objetivo desta estruturação era apenas buscar financiamento externo de longo prazo, porém, acabou mostrando-se como inovadora em dois sentidos: ao optar por securitizar e por utilizar créditos que ainda não existiam formalmente. Outra empresa que optou pelas finanças estruturadas como forma de financiamento, foi a Varig que efetuou cessão dos direitos ao fluxo de caixa futuro provenientes de vendas futuras de passagens aéreas no exterior via cartão de crédito.

A Resolução CMN nº 1.834, emitida em 1991, teve como objetivo regular a emissão de títulos lastreados exclusivamente em créditos gerados por empresas brasileiras com operações no exterior. Esta foi a primeira norma brasileira a permitir estruturações de securitização, sem, contudo, utilizar o termo “securitização”.

A primeira operação de securitização no mercado doméstico brasileiro foi efetuada em 1992 pela Mesbla, uma rede de lojas de departamento que passando por um período de

problemas financeiros, optou por criar sociedade de propósito específico, por meio de uma companhia aberta, a *Mesbla Trust*. A esta entidade foram cedidos os recebíveis da *Mesbla*, que em troca, repassou recursos financeiros oriundos de debêntures lançadas no mercado.

Apesar dos esforços para recuperar a estabilidade financeira e organizacional, a *Mesbla* faliu, porém, todos os investidores da *Mesbla Trust* não foram afetados, visto a segregação do risco imposta pela securitização (Chaves, 2006). Neste período, ainda não havia matéria legal sobre o uso de securitização de créditos comerciais.

Em 1993 a regulamentação brasileira deu um novo passo quanto a normatização da securitização. Por meio da Resolução CMN nº 2.026/93 as instituições financeiras foram autorizadas a adquirir títulos, emitidos por SPEs, com lastro em ativos gerados por atividades gerais de comércio, indústria e prestação de serviços.

Com isso, em 1995, a *Mappin Lojas de Departamento* que também passava por período de desequilíbrio em seu fluxo caixa, e, a fim de buscar uma solução para esta situação, utilizou a estrutura de securitização para mobilizar capital para a continuidade de suas atividades. Esta alavancagem foi realizada por meio da criação da *Mappin Trust* de Recebíveis S/A. O desfecho da securitização realizada pela *Mappin* foi idêntica à *Mesbla*, ocorrendo a falência da entidade. Contudo, os investidores dos títulos emitidos pela securitizadora receberam o capital investido e o respectivo rendimento, visto a existência de lastro com recebíveis que foram isolados do patrimônio de sua originadora.

Após a regulamentação da securitização dos créditos de exportação e a ocorrência das primeiras operações lastreadas em créditos gerais, a normatização brasileira dedicou instrumento para regular a securitização dos créditos imobiliários. Com a promulgação da Lei nº 9.514/97, que originou o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), a securitização foi apresentada como uma das possibilidades de fomento imobiliário, cuja norma definiu regras para que estas operações pudessem ser estruturadas. Em junho de 1998, mediante publicação da Resolução CMN nº 2.517, os CRIs passaram a ser considerados valores mobiliários e, em julho de 1998, a Instrução CVM nº 284 definiu critérios para a emissão destes títulos.

A Resolução nº 2.493/98, além de revogar os dispositivos que existiam sobre a securitização de créditos corporativos gerais, instituiu a securitização financeira, permitindo aos bancos ceder suas carteiras em operações de securitização. Esta norma, entretanto, impediu a coobrigação e a recompra pelas instituições financeiras cedentes. A Resolução CMN nº 2.686/00 revogou a Resolução CMN nº 2.493/98 e, com o objetivo de aumentar a segurança aos investidores em títulos lastreados em ativos financeiros, passou a permitir as práticas de coobrigação.

Após este episódio, houve expansão das atividades e da regulamentação da securitização de créditos comerciais gerais pelos FIDCs. A emissão da Instrução CVM nº 356/01 instituiu e regulamentou os FIDCs e os fundos de investimentos em cotas dos fundos de investimento em direitos creditórios (FICFIDC). Em 2002 ocorreu o registro do primeiro FIDC, o Ideal Educação FIDC, que foi constituído para empregar seus recursos em recebíveis do setor educacional e mostrou-se como modelo de gestão a este setor (Chaves, 2006).

Por fim, em 2004, foi emitida a Lei nº 11.076, introduzindo títulos de securitização lastreados em ativos do agronegócio. Esta é a mais recente estrutura de securitização de títulos específicos e, apenas recentemente, tem apresentado um desenvolvimento mais robusto (Uqbar, 2015-a).

Pode-se observar que as primeiras estruturas de securitização brasileiras não retratam as mesmas características do início desta operação nos Estados Unidos (com créditos imobiliários e a partir de incentivos e garantias governamentais). Este é um dos motivos que influenciou o lento desenvolvimento inicial desta estrutura no Brasil. Contudo, o desenvolvimento de novos títulos e a procura por estes valores mobiliários pelos investidores, tem expressado, atualmente, a importância do mercado capitais enquanto ambiente de alocação de capital e tem demonstrado o fortalecimento da sua atuação.

Outro fato que causou entrave ao desenvolvimento inicial da securitização foi a lentidão do sistema jurídico em sistematizar as práticas do mercado de capitais, entre elas as atividades da securitização, ocasionando desconfiança por parte dos investidores e cedentes. Isto porque, segundo Kedall (1998) e Desa (2005), o desenvolvimento da securitização pode ser acelerado quando existem reguladores que conhecem a importância deste instrumento para os participantes do mercado de capitais e buscam desenvolver regras para que esta atividade seja efetuada de forma equilibrada.

Com a inserção de novos instrumentos no mercado de capitais, o desenvolvimento de regulamentos tornou-se imprescindível à ação ordenada da aplicação de recursos, permitindo geração de valor aos investidores e motivando o crescimento do mercado (Luxe, 2007). Diante destas questões, percebe-se que, no Brasil, a recente estruturação do mercado de capitais e a lentidão do arcabouço regulamentar em acompanhar as novidades presentes no mercado, acabou por retardar a expansão de novos instrumentos financeiros, entre eles, a securitização.

Atualmente, com o amadurecimento do mercado de securitização brasileiro, a normatização passa a ser revisada em busca de elementos regulatórios que elevem a segurança jurídica destas estruturas. Em 2013 houve a emissão da Instrução CVM nº 531

modificando a ICVM nº 356/01 com a finalidade de criar condições mais transparentes e seguras para a atuação dos FIDCs. Este regulamento representou a resposta dos órgãos reguladores às fraudes contábeis identificadas em FIDCs em anos anteriores (Uqbar, 2015-a).

A mais recente alteração normativa ocorreu por meio da Medida Provisória nº 656/14 que tinha como proposta regulamentar a securitização de créditos, determinando que o BACEN ficaria responsável pela emissão de normas, autorização e fiscalização destas entidades. Contudo, quando este instrumento foi convertido na Lei nº 13.097/15, o capítulo sobre securitização foi integralmente vetado, justificado pelo fato de que contraria o interesse público.

Caminha (2007) comenta que no Brasil, em virtude do sistema jurídico ser amparado pelo *Code Law*, ou seja, pelo Direito Romano, foram privilegiados aspectos específicos conforme a necessidade do Estado em intervir na economia do país. Isto proporcionou tratamento por leis próprias à securitização de alguns ativos (como no caso das exportações, dos créditos financeiros, imobiliários e do agronegócio) e deixou de abarcar um regimento mais amplo com o tratamento sobre os demais tipos de créditos. Este posicionamento ainda causa questionamentos por parte dos investidores sobre a ausência de regulamentos mais abrangentes quanto ao tipo de ativo securitizado e quanto ao reconhecimento do regime fiduciário.

#### **2.1.4 Características da Securitização**

A securitização é composta por três etapas. A primeira representa a geração de créditos pelo originador, a segunda etapa caracteriza-se como a cessão destes créditos para uma entidade securitizadora e a terceira etapa é efetivada pela emissão de títulos e valores mobiliários pelas entidades securitizadoras aos investidores do mercado de capitais, cujo investimento recebido é utilizado para saldar os direitos creditórios recebidos por meio da cessão de créditos.

Em cada uma destas etapas existe destaque para a atuação especial de um dos elementos essenciais da securitização. Estes elementos da securitização são: o cedente (originador), o veículo securitizador e o investidor. A presença destes é fundamental, cuja ausência de qualquer um deles impossibilita o processo de securitização.

#### 2.1.4.1 Origens dos Créditos e Cessão Para Securitização

O surgimento das companhias de capital aberto e a emissão de títulos por estas entidades representaram novas formas de captação de recursos desenvolvidas pelo ambiente corporativo. Porém, esta estrutura societária não é viável a todas as empresas, impedindo que muitas organizações tenham acesso ao mercado de capitais. Outra possibilidade de financiamento ocorre mediante o fornecimento de empréstimos bancários, porém, esta estrutura não tem se mostrado acessível a todas as empresas que demandam capital externo (Luxo, 2007).

Devido a presença em larga escala desta dificuldade, a engenharia financeira desenvolveu novas formas de proporcionar fomento financeiro a uma elevada extensão de organizações. Assim, a mobilização de capital também passou a ser viabilizada a partir do surgimento da securitização, configurando uma estrutura de alavancagem financeira inovadora, que tem potencial para ampliar o fornecimento de crédito com taxas mais competitivas (Judícibus et al., 2010). Em virtude destas características, a securitização passou a configurar uma importante fonte de financiamento organizacional (Landsman, Peasnell & Shakespeare, 2008).

O financiamento via securitização permite, aos originadores de crédito, acesso imediato a entradas de caixa, relativos a ativos de longo prazo, a fim de que possam cumprir obrigações de curto prazo (Brown, 2010). A cessão de créditos, no contexto da securitização, faz com que os originadores dos créditos sejam tratados como tomadores de recursos, visto que efetuam a troca de ativos ilíquidos por recursos financeiros imediatos.

Assim, “o crédito é a matéria prima do mercado de securitização” (Uqbar, 2015-a, p. 15). Este conceito fundamenta-se a partir de entidades que estejam dispostas a trocar créditos de recebimento futuro por recursos financeiros líquidos e imediatos. As entidades que possuem direitos creditórios cedem estes ativos a entidades securitizadoras no intuito destas efetuarem a busca por investidores no mercado de capitais que disponibilizem recursos que serão entregues ao originador dos créditos, como forma de pagamento pela entrega de seus títulos de crédito (Coelho & Borelli, 2012, Fabozzi & Kothari, 2007, Kendall 1998). Compreende-se assim, que a originação dos recebíveis é a primeira etapa do processo de securitização.

Pinheiro (2008) relata que a securitização atua “desverticalizando” as operações desenvolvidas pelas entidades. Isto ocorre devido a existência de pontos fortes e fracos dentro das organizações, sendo que aquelas que realizam com eficiência a sua atividade industrial e

comercial podem não realizar com a mesma qualidade a busca de recursos no mercado de capital. Assim, a ponte efetuada entre esta instituição e o mercado pode ser construída por intermédio das securitizadoras.

Kendall (1998) indica como fatores, que motivam o uso da securitização pelos originadores de crédito, a utilização mais eficiente do capital; a expansão das vendas e o aumento da renda de manutenção. Ainda é possível destacar que a securitização representa demais benefícios aos originadores, entre elas, a captação de recursos para capital de giro com baixo custo, o que implica em maiores níveis de produção e comercialização que gera mais empregos e aquece a economia; possibilita transformar ativos em títulos; melhora a estrutura de custos de proteção (*hedge*); elimina custo do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros (IOF), presente nos empréstimos financeiros; diminui custos com a gestão da carteira e cobrança etc. Portanto, de acordo com Chaves (2006), a securitização extrapola a atuação de mobilização de crédito, passando a figurar instrumento de socialização à riqueza disponível.

Os cedentes, geralmente, são empresas comerciais e industriais, bancos e todas as demais entidades que possuem direitos de recebimento futuro como remuneração de suas atividades. Verifica-se, inclusive, que a securitização está apta a financiar o setor público (Silva Filho, 2014). Como a originação de créditos é essencial para viabilizar as estruturas de securitização, a economia brasileira tem se mostrado favorável ao desenvolvimento destas. Ao final de 2008 o estoque geral de créditos no Brasil representava 40,7% do Produto Interno Bruto (PIB) enquanto que em dezembro de 2014 esta relação era de 58,9% (Uqbar, 2015-a).

Assim, de acordo com Desa (2005) e Iudícibus et al. (2010), os créditos utilizados na securitização podem ser originados a partir de diversas atividades, entre elas, financiamentos imobiliários, faturas de cartão de crédito, contratos de *leasing*, contratos de mútuos bancários, contratos de vendas a prazo, contratos de locação, contas de telefone, mensalidades escolares, créditos decorrentes de exportações, prestações de planos de saúde etc. Isto ocorre por intermédio de acordos comerciais, industriais, de prestação de serviços e na oferta de financiamentos, em que a contrapartida geram direitos de recebimento em um prazo futuro.

Isto demonstra que a versatilidade é uma das principais características da securitização, e, em consonância com esta particularidade, os créditos utilizados em suas operações podem relacionar-se a diversas origens. Observa-se que esta característica não ocorre apenas em relação ao segmento da economia e aos participantes, mas, também, quanto aos tipos de direitos creditórios.

Em relação a este quesito, existe o predomínio da securitização de créditos oriundos de transações efetivadas, cujos títulos de crédito gerados são juridicamente atestados como válidos. Estes são conhecidos por créditos performados e tem origem em transações que estão concluídas, ou seja, que a entrega de produtos ou serviços já foi efetuada.

Entretanto, a securitização pode se realizada por meio da cessão de créditos não performados. Estes são oriundos de transações que ainda não ocorreram ou que ocorreram parcialmente. Ou seja, é possível realizar a securitização de créditos que ocorrerão no futuro em função de acordos presentes (Iudícibus et al., 2010). Exemplificam esta possibilidade os direitos autorais, a exploração mineral, *royalties* de franquias, de aluguéis, de prestação de serviços públicos etc. Este tipo de ativo implica em maior risco para a securitização, pois, caso a entidade originadora não atenda ao compromisso que embasa a emissão dos títulos, estes podem não ter fundamento e invalidar o processo de securitização.

Entre os tipos de créditos, identificam-se os créditos de origem livre como os mais propícios aos processos de securitização. Em 2014, os segmentos que geraram maior volume de créditos livre por pessoas físicas foram o crédito pessoal consignado, o financiamento de veículos e as faturas de cartão de crédito. Entre os principais tipos de créditos de origem livre gerados por pessoas jurídicas, neste mesmo período, encontram-se o fornecimento de capital de giro com prazo superior a 365 dias, o comércio exterior e o fornecimento de capital de giro com demais prazos (Uqbar, 2015-a).

Destaca-se que apenas os créditos que devem ser quitados por meio de pecúnia podem ser securitizados. Esta condição se faz necessária em vista de que, no momento da cessão, estes créditos são permutados por recursos líquidos e espera-se que produzam, na securitizadora, fluxos de caixa capaz de quitar a remuneração dos investidores dos títulos ou valores mobiliários emitidos (Chaves, 2006). Deve, então, ser observada a adequacidade do fluxo de caixa dos recebíveis securitizados, que devem ser geridos a fim de que os investidores sejam remunerados pela aplicação de capital nestas estruturas (Desa, 2005, Schwarcz, 2009).

Com o direito e posse de direitos creditórios, as entidades originadoras realizam, por intermédio de contratos, a cessão destes para as companhias securitizadoras, configurando a segunda fase da securitização. De acordo com Caminha (p. 79, 2007), “[...] a transferência de ativos é o cerne da securitização, sendo ela o diferencial em relação à emissão simples de valores mobiliários”. Nesta etapa, os créditos são agrupados e vendidos a uma securitizadora que realiza a pulverização dos créditos que está em sua carteira.

O processo de cessão dos créditos é marcado pela transformação qualitativa dos ativos. Isto porque a securitização efetua o agrupamento, ou o desmembramento, acrescenta acessórios, modificando as características destes ativos, de forma que passem a configurar elemento distinto ao que foi criado por seu originador.

Esta transformação pode ser efetuada por várias entidades do mercado financeiro. Porém, a securitização destaca-se das demais estruturas do mercado, visto que além de modificar as características dos ativos, ainda utiliza-os como lastro na emissão de títulos (Caminha, 2007). Este processo influencia o custo de captação, que pode ser minimizado ou majorado em função da estrutura de segregação de risco, da qualidade dos ativos transferidos e do nível de reforço crédito oferecido pelo originador (Favero Junior, 2014).

A separação entre os riscos inerentes aos créditos e ao patrimônio da empresa em que foram criados é resguardada pela Lei nº 11.101/05 (Lei das falências) no parágrafo 1º do Art. 136 que determina que na “securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador”. Esta foi uma determinação que concedeu aos investidores melhores condições em relação à decisão de investir em securitização.

Assim, os créditos utilizados na estruturação da securitização devem possuir algumas características que atendam aos requisitos da análise dos riscos existentes. Entre os atributos, espera-se que exista homogeneidade, um histórico de negociações, baixo nível de inadimplência, sistema de cobrança de créditos e regulação jurídica que ofereça respaldo à cessão de créditos.

A transferência de créditos, utilizada nas operações de securitização, está amparada, legalmente, pelo Código Civil, constituído pela Lei nº 10.406/02, que dedica capítulo específico para tratar este assunto. Conforme o Art. 286 da Lei 10.406/02 “O credor pode ceder o seu crédito, se a isso não se opuser a natureza da obrigação, a lei, ou a convenção com o devedor; a cláusula proibitiva da cessão não poderá ser oposta ao cessionário de boa-fé, se não constar do instrumento da obrigação”. Portanto, a cessão de crédito é garantida pelas leis brasileiras, o que confere validade jurídica à esta etapa da securitização.

Acerca da contraprestação exercida na cessão de créditos, dependendo do objetivo da cessão, esta pode ser onerosa ou não. Ao considerar a estrutura que envolve o desenvolvimento das atividades de securitização, a cessão onerosa de créditos, que leva à formação de um "excesso de *spread*", mostra-se adequada para que a companhia securitizadora tenha condições de remunerar os investidores (Chaves, 2006). Isto ocorre pelo fato de que deve haver margem financeira para que o investimento principal dos títulos de

securitização seja pago, além de haver fluxo financeiro suficiente para cobrir o pagamento de juros sobre os instrumentos de dívida titularizados, além das taxas de manutenção (Gorton & Souleles, 2005).

Assim, fica evidente a existência de um desconto quanto ao valor original do título cedido para a securitização, pois pressupõe um deságio em relação ao valor de face do ativo, visto que este tem vencimento futuro. A definição da taxa de desconto depende de vários fatores, tais como o prazo de vencimentos dos títulos, a classificação dos riscos dos recebíveis, e, conseqüentemente dos títulos lançados no mercado de capitais, as taxas de juros vigentes no mercado, entre outros. Assim, o deságio permite que as entidades securitizadoras repassem estes rendimentos aos investidores dos títulos mobiliários emitidos.

Esta é uma importante etapa da securitização, pois, além de constituir uma fonte de fomento aos originadores, é um processo capaz de segregar os riscos exclusivos aos créditos dos riscos das entidades que os gerou (Gorton & Souleles, 2005). Por meio da entrega de ativos, a empresa originadora segrega os riscos dos títulos dos seus riscos de falência, ou seja, esta entidade passa a ser apta a receber investimento externo, pois apresenta garantias de quitação.

Sobre as características da cessão de crédito, pode-se reconhecer que as operações de securitização podem existir em formas distintas. Em uma delas a cessão pode ocorrer integralmente, mediante transferência do risco de crédito à securitizadora. Isto significa que o risco de inadimplência dos créditos securitizados passa a ser absorvido pela securitizadora, que, caso não possua outros meios de minimização dos riscos, repassa aos investidores as possíveis perdas auferidas com a não realização do fluxo de caixa esperado.

Existe também a possibilidade de haver cessão de direitos creditórios cujo originador continua com a responsabilidade sobre risco de não pagamento pelo devedor. Nestes casos, se o título não for liquidado, o cedente fica obrigado a substituir o título ou ressarcir em espécie o valor de face do título inadimplente. Ambas as possibilidades estão previstas no Código Civil brasileiro que determina que “salvo estipulação em contrário, o cedente não responde pela solvência do devedor” (Art. 296, Lei nº 10.406/02).

Portanto, o *true sale* pode estar presente na securitização. Esta característica existe quando a entidade emissora cede títulos com todos os riscos que estão atrelados a este crédito. Compreende-se o *true sale* como um ato mais avançado em relação à cessão integral e definitiva, sendo uma forma de blindagem dos créditos transferidos para as entidades securitizadoras (Fávero Junior, 2014). Neste caso, o *true sale* corresponde ao impedimento de haver qualquer modificação nos créditos cedidos, mesmo que ocorra falência do originador.

A ocorrência do *true sale* na securitização revela que o investidor não é afetado pela possível falência do originador dos créditos que recorreu às estruturas de securitização a fim de alavancar recursos. Como falência, Gorton e Souleles (2005) conceituam o processo de transferência de direitos de controle sobre os ativos corporativos de entidades devedoras a possíveis credores. Quando da iminência desta ocorrência, o uso da securitização reduz a quantidade de ativos que estão sujeitos a esse processo caro e demorado.

Os indícios de falência, normalmente, vêm acompanhados com restrições de acesso ao crédito. Nestas condições, as opções convencionais de financiamento mostram-se inviáveis devido a recusa na oferta de crédito ou na elevação da taxa de juros, onerando a captação de recursos externos. Isto torna a empresa mais suscetível ao endividamento, e, conseqüentemente, elevaria as possibilidades de encerramento das atividades. Em alguns casos, observa-se que entidades optam por constituir uma sociedade securitizadora justamente com a finalidade de reduzir os custos de falência (Gorton & Souleles, 2005).

Porém, existem outras formas do cedente garantir a segurança das operações, ainda que tenha feito uma cessão integral dos fluxos de caixa futuro e seus riscos. Isto pode ocorrer por meio de contratos implícitos, principalmente, em setores em que a retenção de riscos pelos originadores não é permitida pela legislação. Um exemplo disso são as práticas realizadas pelas instituições financeiras, levando a optar pelas garantias implícitas como forma de diminuir o nível de risco atrelado e, assim, minimizar os custos da transação (Gorton & Souleles, 2005, Landsman, Peasnell & Shakespeare, 2010).

Os contatos implícitos, conforme Gorton e Souleles (2005), são definidos como arranjos que contornam as dificuldades apresentadas pelos potenciais investidores, correspondendo, assim, a um acordo que pode ser aplicada pelo sistema legal. Ou seja, é uma prestação de apoio de crédito, além das obrigações contratuais formais. O motivo para uso destes contratos fundamenta-se no fato de que não é favorável que a securitizadora assumira todos os riscos dos créditos recebidos, pois, assim, seria elevado o risco de falência da própria entidade securitizadora, e, conseqüentemente, este risco deveria ser assumido pelos investidores (Favero Junior, 2014).

Sendo assim, após a geração de créditos e a respectiva cessão para o veículo securitizador, é efetuada a última etapa da securitização, que corresponde à emissão de títulos no mercado de capitais. Estes títulos são revertidos em capital, mediante aquisição pelos investidores, que será repassado às empresas originadoras, como forma de antecipação dos créditos cedidos.

#### 2.1.4.2 Entidades Securitizadoras

A entidade securitizadora exerce papel de intermediar o processo de securitização, sendo uma instituição criada especificamente para segregar os ativos da entidade originadora e emitir títulos ao mercado de capitais, efetuando o lastro entre os investimentos com os créditos securitizados. Ou seja, as securitizadoras têm duas funções nas operações de securitização: adquirir direitos creditórios e emitir títulos mobiliários.

Espera-se que as securitizadoras cumpram com equilíbrio estas funções mediante o atendimento de alguns critérios. Devido a necessidade de dissociar o risco do originador dos créditos utilizados na securitização, deve existir uma entidade legal que possa estruturar este processo, sem ser contaminada com atividades diversas, evitando que seja suscetível a falência (Gorton & Souleles, 2005, Pinheiro, 2008).

Para isso, no Brasil, as securitizadoras devem ser constituídas mediante o formato de SPE. Estas são constituídas atendendo a requisitos societários, assim como qualquer sociedade empresária. Representa, portanto, uma organização formada mediante acordo em que dois mais indivíduos reúnem esforços para um fim comum (Caminha, 2007).

A securitização demanda a criação de uma SPE, principalmente quando esta operação é constituída por organização que busca efetuar financiamento via mercado de capitais, mediante lastreamento de ativos. Isto porque, por meio da SPE, é possível que a entidade originadora de créditos gerencie sua carteira de recebíveis, permitindo que se concentre apenas na gestão das suas atividades principais, recorrendo à SPE a condução do planejamento da busca de investimentos (Gorton & Souleles, 2005).

Ainda, segundo Gorton e Souleles (2005), para uma entidade enquadrar-se no conceito de SPE, deve contemplar os seguintes requisitos: (1) é manifestadamente distinta da entidade originadora dos créditos; (2) é significativamente limitada em suas atividades, cujas funções permitidas devem estar inteiramente especificadas pelos documentos legais que definem a sua existência; (3) detém apenas recebíveis com origem "passiva", ou seja, não existem decisões a serem tomadas sobre estes; e, (4) tem o direito, se houver, para vender ou dispor de recebíveis apenas em "resposta automática" para a ocorrência de determinados eventos, caso descritos no termo de securitização.

Para isso, é possível utilizar distintas formas societárias, sendo as companhias por ações e os fundos de investimento os formatos mais empregados. Em países anglo-saxônicos existe ainda a figura do *trust* como promotor da securitização, porém, esta opção não é permitida no Brasil. Conforme Schwarcz (2009), independente da estrutura utilizada, as

entidades securitizadoras devem atuar de forma a estruturar operações de securitização com segurança aos investidores.

#### *2.1.4.2.1 Companhias por Ações*

A constituição de securitizadoras a partir da integralização de capital resultante do acordo entre indivíduos, deve, obrigatoriamente, ocorrer na forma de sociedades anônimas em virtude da flexibilidade que estas organizações possuem em relação à emissão de títulos ao mercado de capitais. Diante deste fato, as companhias securitizadoras seguem o ordenamento societário prescrito pela Lei 6.404/76.

A utilização desta estrutura para fins de securitização foi apresentada, inicialmente, pela Resolução nº 2.026/93, permitindo às instituições financeiras aplicar recursos em investimentos lastreados em créditos gerais, desde que fossem emitidos por companhias securitizadoras. Outro regulamento que efetuou tratamento às companhias securitizadoras foi a Lei nº 9.514/97, instituindo as companhias securitizadoras de créditos imobiliários. Após a criação destas entidades, foi prescrita a criação de demais tipos de companhias securitizadoras, como as securitizadoras de crédito financeiros e do agronegócio, com a determinação de ativos específicos que podem ser utilizados como lastro na emissão de seus títulos.

Os deveres fiduciários e de diligência da atuação das companhias securitizadoras é responsabilidade dos seus administradores e controladores. Estas organizações devem cumprir as exigências constantes na ICVM nº 480/09 quanto ao registro junto à CVM, quanto às obrigações enquanto emissor de valores mobiliários e quanto à apresentação de demonstrações financeiras, assim como todas as demais empresas de capital aberto. Quanto ao objeto social, este deve-se restringir à aquisição de recebíveis e emissão de títulos. Caminha (2007) explica que “Contrapõe-se à própria natureza do veículo e da operação na qual ele está inserido as atividades que o exponham a riscos de insolvência” (p. 107).

Nas companhias de securitização, comumente, os acionistas são indivíduos que possuem relações com os originadores dos créditos securitizados pela referida entidade. Nestas situações, os investidores possuem acesso à estrutura mediante a aquisição de debêntures ou de certificados de recebíveis, visto a possibilidade de atrelar a sua remuneração em função dos ativos contidos em carteira. Contudo, é possível que a captação de recursos ocorra exclusivamente mediante emissão de ações, sendo os acionistas investidores da securitização.

Os investidores em debêntures e CRIs absorvem, além do risco dos títulos que lastreiam seu investimento, os riscos de falência da securitizadora. Contudo, a possibilidade destas perdas é reduzida devido as companhias securitizadoras não realizarem outras atividades que não estejam relacionadas à securitização, e, portanto, não firmam obrigação com terceiros, além dos compromissos trabalhistas, fiscais e com debenturistas (Gorton & Souleles, 2005).

Destaca-se que este formato de entidade securitizadora é o mais afetado em relação à ausência de instrumentos legais, em especial, as securitizadoras de créditos corporativos gerais. Isto ocorre porque a Resolução CMN nº 2.493/98 revogou a Resolução nº 2.026/93, passando a inexistir material legal sobre a securitização de créditos empresariais em geral mediante companhias securitizadoras. De acordo com Uqbar (2015-a) a securitização é desenvolvida por um grande número de companhias securitizadoras de capital fechado, mesmo com a ausência de leis sobre a sua atuação.

#### *2.1.4.2.2 Fundos de Investimento*

A atuação dos fundos de investimento permite que parte da poupança nacional seja destinada à manutenção do capital que as empresas demandam para desenvolver suas atividades, via mercado de capitais (Carvalho, 2012). Por este motivo, esta estrutura mostra-se adequada ao desenvolvimento da securitização.

Os fundos de investimento são definidos pelo Art. 2º da ICVM nº 409/04 como “ [...] uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros [...]”. A CVM é o órgão responsável por fiscalizar e normatizar estes fundos.

No Brasil, os fundos de investimento podem ser abertos ou fechados, de acordo com os critérios definidos em estatuto, sobre os resgates e transferências das cotas. Não possuem personalidade jurídica, contudo, o patrimônio do fundo não se confunde com o patrimônio do administrador que o instituiu, que apenas tem poderes sobre a gestão do fundo e sobre as decisões gerenciais (Coelho & Borelli, 2012).

Sendo assim, os fundos de investimento possuem atividades específicas e não podem executar ações que não sejam relativas à função pela qual foi constituído. Para isso, deve existir um regulamento que determine os limites de atuação do fundo, respeitando as condições impostas pela normatização vigente. Este regulamento deve especificar o objetivo

do fundo, assim como determinar os limites de gestão dos administradores perante os investidores.

Visto que a estrutura dos fundos de investimentos mostra-se adequada ao desenvolvimento da securitização, foram desenvolvidos fundos que atuam especificamente na aquisição de recebíveis e lançamento de valores mobiliários, neste caso, de cotas, cuja remuneração está atrelada aos créditos securitizados. Isto é reforçado pela possibilidade de transferir riscos, criar melhores condições de liquidez, além de aumentar o acesso ao crédito (Carvalho, 2012).

A fim de garantir segurança jurídica, para cada tipo de fundo existe norma específica que determina os padrões a serem observados acerca da constituição e do registro de funcionamento. Em relação à estruturação da securitização por meio de fundos, encontram-se os FIDCs e os Fundos de Investimento Imobiliário (FII).

Os FIDCs e os FICFIDC foram criados pela Resolução CMN nº 2.907/01. Em seguida, a CVM, enquanto responsável por disciplinar e fiscalizar estes fundos, regulamentou a atuação dos FIDCs por meio da Instrução CVM nº 356/01.

No Brasil, o mercado de securitização é representado, principalmente, por estas entidades, visto que possibilitam o financiamento de qualquer segmento econômico e qualquer tipo de tomador de recursos financeiros (Uqbar, 2015-a). A partir da autorização de funcionamento destas estruturas de securitização, é possível observar o crescimento do volume de recursos securitizados no Brasil.

Os FIDCs são conceituados como uma comunhão de recursos que emprega uma parcela considerável de seu capital na aquisição de direitos creditórios, atendendo a estrutura da securitização. Deve-se respeitar a exigência de que 50% do patrimônio do fundo esteja aplicado em ativos que representem direitos creditórios. Em função do lastro das cotas com os créditos securitizados, estas podem ter garantias reais e fidejussórias. Os gestores, os administradores e o próprio FIDC devem ser registrados na CVM.

Dentre as vantagens proporcionadas pelos FIDCs em relação às companhias securitizadoras encontram-se, principalmente, a neutralidade tributária, a flexibilidade de atuação e a simplicidade em sua constituição (Iudícibus et al., 2010, Fernandes, Hua-Sheng & Lora, 2014, Pinheiro, 2008). Outro fator que contribui com a expansão dos fundos de investimento é a possibilidade de acesso a pequenos e grandes investidores, com taxas similares de remuneração (Porto, 2015).

As operações de securitização efetuadas pelos FIDCs obedecem ao mesmo formato da securitização efetuada pelas companhias. Portanto, adquirem direitos creditórios por meio de

cessão efetuada pelos originadores, que passam a compor o patrimônio do fundo. Em contrapartida, o fundo emite cotas ao mercado como forma de buscar recursos financeiros que são utilizados no pagamento da transferência dos créditos. Mediante este processo, o fluxo de caixa gerado pelos ativos recebidos em cessão é utilizado na manutenção das atividades do fundo e os recursos financeiros remanescentes são usados para o pagamento da remuneração dos investidores das cotas.

Encontra-se entre as opções previstas pela normatização brasileira, a possibilidade de constituir FIDCs que atuem securitizando créditos distintos aos que foram previstos pela ICVM nº 356/01. Ou seja, existe a possibilidade de realizar a securitização de créditos não padronizados, previsto pela ICVM nº 444/06. Estes fundos agregam maiores níveis de risco e existe a exigência de que os investidores atendam a critérios que os classifiquem como super qualificados, visto que aplicam seus recursos em recebíveis de empresas em recuperação judicial, créditos inadimplidos, precatórios e direitos oriundos de ações judiciais ainda não julgadas (Uqbar, 2015-a).

Apesar da securitização ser efetuada em maior amplitude pelos FIDCs, é possível encontrar estas estruturações em FIIs. Estes são utilizados com o objetivo de securitizar a propriedade imobiliária cujo lastro dos investimentos é formado a partir da rentabilidade auferida pela gestão dos imóveis que o fundo possui (Porto, 2015). Além de direitos reais sobre imóveis, os FIIs estão autorizados a aplicar o recurso financeiro do fundo em títulos de renda fixa e variável, que estejam lastreados em créditos oriundos de atividades imobiliárias.

O FII foi elencado pela primeira vez pela Lei nº 8.668/93, sendo um dos instrumentos jurídicos pioneiros na disciplina da securitização imobiliária no Brasil. De acordo com o Art. 1º da Lei 8.668/93 “Ficam instituídos Fundos de Investimento Imobiliário, sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários [...], destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários”. Posteriormente, esta Lei passou pelo crivo da CVM mediante emissão da Instrução nº 205/94 e do CMN por meio das Resoluções nº 2.248/96 e nº 2.686/00.

Quanto à forma de registro, são constituídos na forma de condomínios fechados, podendo ser por prazo determinado ou indeterminado, além de depender de registro na CVM para que possam atuar (Uqbar, 2015-a). Quanto aos investidores, deverão distribuir no mínimo 95% dos lucros auferidos, com apuração pelo método do regime de caixa (Parágrafo único, Inciso XI, Art. 10, Lei nº 8.668/93).

Qualquer pessoa ou entidade pode ser um investidor de FII, existindo a possibilidade do fundo determinar algumas condições para a qualificação de seus investidores. Nestes

casos, fundos destinados a investidores em geral não podem emitir diferentes classes de cotas. Existe exceção quanto aos fundos que exigem a presença de investidores qualificados, sendo permitida a colocação de títulos com diferentes ordens de preferência no pagamento da remuneração e demais obrigações.

Entre as principais vantagens, os FII proporcionam aos investidores acesso ao investimento no setor imobiliário, que pode ser inviabilizado àqueles que não possuem uma elevada quantia de recursos financeiros. Isto porque os fundos de investimento imobiliário realizam o desmembramento do investimento em diversos títulos, tornando-os acessíveis a uma maior contingente de investidores (Carvalho, 2012).

Apesar de não serem denominados pela legislação como securitização, conceitualmente, atuam de forma análoga às securitizadoras de créditos imobiliários. Isto porque os FIIs atuam segregando créditos originados nas atividades de financiamento imobiliário para posterior emissão de títulos lastreados nestes créditos.

Conforme Uqbar (2015-a), verifica-se que, nos últimos anos, houve queda no valor das emissões de cotas de FII no Brasil. Porém, o valor do patrimônio líquido e a quantidade de fundos foi ampliado, que ocorreu, principalmente, mediante aplicação de recursos em CRIs.

#### 2.1.4.3 Valores Mobiliários Emitidos pelas Securitizadoras

A emissão de títulos ou valores mobiliários é parte fundamental da estrutura de securitização, visto que finaliza o processo de intermediação entre a entidade que busca por capital e os indivíduos e/ou entidades que estão dispostos a ceder recursos financeiros. A emissão de títulos e valores mobiliários corresponde à colocação destes instrumentos à disposição dos investidores para que estes possam subscrevê-los, ou seja, aplicar recursos em troca de remuneração.

Ao realizar a aquisição de direitos creditórios, a securitizadora passa a ser proprietária destes, existindo a possibilidade de assumir total ou parcialmente os riscos envolvidos na futura quitação. Estes riscos são repassados aos diversos investidores, como forma de pulverizar os riscos existentes nos investimentos lançados. Assim, identifica-se que o pagamento aos investidores está condicionado ao efetivo pagamento dos créditos que a securitizadora é cessionária.

De acordo com Ernst Young (2014), diferentemente da maioria dos títulos corporativos convencionais, não garantidos, os títulos criados em uma operação de

securitização recebem reforço de crédito, visto que a qualidade de crédito dos títulos emitidos é aumentada acima da qualidade presente nos ativos que os lastreiam. A qualidade de crédito aumenta, pelos investidores, a probabilidade de receber os fluxos de caixa a que têm direito, o que faz com que a maioria dos títulos emitidos tenha notas de *rating* de crédito mais elevadas do que os ativos transferidos para o veículo de securitização.

Também cabe ressaltar que os investidores, apesar de assumirem os riscos que estão atrelados aos títulos que lastreiam seus investimentos, não são responsáveis pelo risco de falência inerente à entidade originadora, pois, a securitização possibilita esta blindagem. Considerando que as entidades securitizadoras devem ser constituídas no formato de SPE, de maneira que viabilize a continuidade equilibrada de suas atividades, os títulos de securitização não contêm o ônus de falência (Gorton & Souleles, 2005). Isto eleva o valor do investimento em securitização.

Fabozzi e Kothari (2007) relatam que as securitizadoras podem emitir diferentes tipos de valores mobiliários. No Brasil, os principais títulos de securitização são as cotas de FIDCs, os CRIs e as debêntures, exclusivamente nesta ordem (Uqbar, 2015-a). Os CRIs e as debêntures são classificados como investimentos de renda fixa (Gregório, Lima & Gurlart, 2012), enquanto que os fundos de investimentos não garantem a rentabilidade de suas cotas, cuja remuneração deste investimento depende do desempenho econômico e financeiro do fundo (Porto, 2015).

Nas entidades securitizadoras podem todos os investidores deter direitos idênticos sobre o fluxo de caixa gerado pelos ativos securitizados, de forma equitativa e considerando a divisão *pro-rata* em função da sua participação, sendo esta estrutura de repasse de recursos denominada *pass-through*. Ou seja, todos os investidores possuem a mesma prioridade de recebimento e possuem interesse nos ativos residuais da entidade. Esta possibilidade é aplicada principalmente em estruturas emitentes de certificados de recebíveis e debêntures, no caso, pelas companhias securitizadoras (CVM, 2014). Os fluxos de caixa dos investidores nesta modalidade de securitização são irregulares (Pinheiro, 2008).

Porém, quando da existência de estruturas que emitem títulos com diferentes prioridades de pagamento e distintas condições de risco, encontra-se a estrutura de repasse de recursos *pay-through*, também conhecido como revolvente. Este formato contempla investidores que possuem interesse em receber remuneração conforme os acordos firmados, sem a preocupação da efetividade do fluxo de caixa gerado pelos ativos securitizados e que lastreiam seus investimentos. Assim, espera-se que o originador absorva o risco residual,

ilustrado pelas cotas de maior risco (Gorton & Souleles, 2005). As cotas de FIDCs ilustram este formato de repasse de fluxo de caixa aos investidores da securitização (CVM, 2014).

Quanto às formas de emissão, estas podem ocorrer de maneira pública ou privada. A legislação brasileira definiu critérios para as ofertas públicas por intermédio da Lei nº 6.385/76, com complementação dada pela Instrução CVM nº 400/03. Estes instrumentos normativos determinam os meios para distribuir os títulos e valores mobiliários.

No entanto, para reconhecer, efetivamente, o tipo de emissão, deve-se avaliar o grupo de pessoas ou entidades que podem ter acesso a estes instrumentos de investimento. Assim, para ser considerada pública, a emissão deve ser acessível a qualquer pessoa e entidade, não existindo restrições quanto ao tipo dos investidores que podem subscrever os títulos e a CVM deve registrar o prospecto da emissão destes títulos.

As emissões particulares são realizadas de forma a atender um grupo específico de investidores, que normalmente, possui vínculo com a entidade emissora. O fato da securitização efetuada pelos FIDCs exigir a presença de investidores qualificados, conforme determinado pela ICVM nº 476/09, não desqualifica a emissão como pública, desde que os investidores não possuam vínculo com a entidade emissora (Chaves, 2006).

Assim, as securitizadoras emitem títulos distintos de acordo a sua estrutura societária e conforme os tipos de ativos que securitizam. Portanto, existem títulos que são específicos da securitização financeira, outros são da securitização imobiliária, além dos títulos inerentes à atividades agrícolas. Ainda existem distinções quanto aos títulos emitidos por companhias securitizadoras dos títulos gerados pelos fundos de investimento.

#### *2.1.4.3.1 Companhias Securitizadoras de Créditos Corporativos Gerais*

Existe a possibilidade de que os títulos de securitização sejam emitidos mediante lastro em créditos em geral. Ou seja, créditos originados em transações oriundas de atividades comerciais, industriais e de prestação de serviços. Nesta classificação encontram-se todos os ativos ilíquidos que podem ser transformados em fluxo de caixa e que não estejam abarcados por disciplina própria, como os ativos imobiliários, financeiros e do agronegócio.

Uma das primeiras normas a indicar o uso de títulos de securitização de créditos gerais ocorreu por meio da Resolução CMN nº 2.026/93 que autorizou as instituições financeiras a investir em títulos lastreados em créditos comerciais, cuja vinculação deveria ser efetuada por sociedade de propósito específico, ou seja, por intermédio de securitizadoras. Em 1998, a

Resolução CMN nº 2.493 revogou a Resolução CMN nº 2.026/93, passando a especificar o tratamento a ser dispensado à securitização dos créditos do sistema bancário.

O principal tipo de valor mobiliário emitido por estas entidades são as debêntures. Porto (2015) explica que as debêntures são títulos nominativos, que podem ser negociados e representam um empréstimo a uma sociedade anônima não financeira. Assim, identifica-se a compatibilidade deste título com a atividade de securitização, visto que o investidor é responsabilizado apenas pelos títulos que adquiriu e pode negociá-los a qualquer momento.

O volume de emissões de debêntures no Brasil cresce continuamente, estabelecendo em 2014 um recorde de R\$ 300 bilhões de reais (Uqbar, 2015-a). Como forma de proteger os direitos e deveres dos debenturistas, existe a exigência da participação de um agente fiduciário. Os principais riscos destes títulos é o de mercado, de crédito e de liquidez (Porto, 2015).

Conforme o Art. 58 da Lei nº 6.404/76, as debêntures podem ser classificadas em quatro tipos, conforme dispuser a escritura de emissão: ter garantia real ou garantia flutuante, não gozar de preferência (quirografárias) ou ser subordinada aos demais credores da companhia (subquirografários).

Caso ocorra a falência da companhia securitizadora, a ordem de liquidação dos valores, obtidos em leilão judicial pela venda dos bens da companhia, segue a quitação dos direitos trabalhistas, fiscais e dívidas da massa falida, respectivamente. Após atender estes elementos, e caso ainda existam recursos disponíveis, procede-se então ao pagamento dos credores com direitos reais de garantia, representados pelos debenturistas. Em seguida, a preferência de quitação é dada aos debenturistas com garantia flutuante, seguidos pelos investidores detentores de debêntures quirografárias e, por último, os debenturistas subordinados (Porto, 2015).

São encontradas companhias securitizadoras que utilizam créditos gerais, porém, estas emitem ações e títulos de securitização negociados de forma privada. Estas companhias são alvo de discussões, principalmente, por questões tributárias e da sua legalidade de constituição, visto que, atualmente, inexistente matéria normativa que permite esta atividade, porém, também não é encontrada legislação que impeça o funcionamento destas companhias.

Diante deste contexto, existe o clamor pelos investidores para que haja o desenvolvimento de instrumentos jurídicos que forneçam segurança às operações de securitização, efetuadas por companhias securitizadoras que utilizam créditos em geral. Isto porque, apesar da inexistência de bases jurídicas concretas, esta atividade é realizada com frequência pelo mercado, devido a securitização configurar uma forma de alavancagem

financeira diferenciada, fazendo com que sejam estruturados títulos com características inovadoras ao mercado de capitais (Uqbar, 2015-a).

Além disso, as securitizadoras de crédito gerais realizam uma importante função no mercado, atendendo uma demanda de recursos financeiros por entidades que, por vezes, não são acolhidas por instituições financeiras. Em vista da ausência de normatização sobre este tipo de companhia securitizadora, no Brasil, a principal estrutura que viabiliza a securitização de créditos gerais é por meio de FIDCs.

Dentro do segmento de securitização de créditos gerais, é encontrada a securitização de créditos da exportação. Inclusive, a primeira norma brasileira que determinou a atuação da securitização, ainda que o termo securitização não tenha sido utilizado, foi a Resolução CMN nº 1.834/91, regulamentada pela Circular do BACEN nº 1.979/93, dedicando atenção especial à securitização de créditos gerados em transações de exportação, com o objetivo de favorecer as empresas brasileiras na captação de recursos no exterior.

Conforme Caminha (2007), nesta modalidade de securitização, a emissão de títulos ocorre no mercado internacional com garantia atrelada aos créditos gerados pelas vendas realizadas no exterior. Contudo, ainda que estes créditos já fossem passíveis de serem securitizados, com permissão prevista pela Resolução CMN nº 1.834/91, apenas no final da década de 90 a securitização de créditos de exportação passou a ser desenvolvida com maior ênfase.

Atualmente, a securitização dos recebíveis gerados pela exportação de bens mostra-se consolidado no mercado brasileiro. No entanto, normalmente, é utilizada apenas por grandes empresas controladas por grupos internacionais (Caminha, 2007). A estabilidade da securitização destes ativos demonstra o equilíbrio que as finanças estruturadas obtêm mediante o amadurecimento dos instrumentos regulatórios.

#### *2.1.4.3.2 Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários*

Após a regulamentação da securitização dos créditos de exportação, o mercado imobiliário passou a utilizar esta estrutura em larga escala como instrumento de fomento para os seus projetos, assim como ocorreu em nível internacional (Barth & Landsman, 2010). Isto porque os créditos imobiliários foram os primeiros ativos securitizados, nos Estados Unidos, e, apesar de não figurar entre os primeiros recebíveis securitizados no Brasil, atualmente, a base imobiliária figura como principal setor que recebe investimentos via securitização (Caminha, 2007).

Um fator que colabora com a relevância da securitização de créditos imobiliários em relação aos créditos originados pelos demais setores é que o segmento imobiliário tem elevado a geração de crédito nos últimos anos, motivado por programas governamentais de auxílio ao financiamento habitacional (Uqbar, 2015-a). Estes créditos são utilizados, principalmente, na emissão de CRIs, que é o título de securitização que está em segundo lugar em relação ao mais disponibilizados ao mercado de capitais brasileiro.

Em 2014, as emissões de CRIs atingiram um novo recorde, perfazendo o total de R\$ 16,89 bilhões, superando em 1,5% o valor das emissões efetuadas em 2013, que foi de R\$ 16,64 bilhões, configurando recorde de emissão até então (Uqbar, 2015-a). A representação de FIDCs atuantes neste setor foi relativo, aproximadamente, a 2% do total do crédito imobiliário securitizado em 2014. Ou seja, ainda que haja a possibilidade de securitizar créditos imobiliários por intermédio de FIDCs, a securitização deste segmento corre de forma preponderante via companhias securitizadoras.

A origem da securitização imobiliária deu-se com o objetivo de criar alternativas de financiamento imobiliário da habitação para desafogar o sistema bancário. Assim, a Lei nº 9.514/97 disciplinou a criação do SFI e permitiu a securitização de créditos derivados de contratos de financiamento de imóveis, tornando possível o desenvolvimento do mercado secundário de créditos imobiliários. Esta Lei ainda determinou a criação de veículo próprio de securitização, títulos específicos (CRI), formas de segregação e patrimônio lastro da emissão, garantias aos investidores, além de dispensar a notificação do devedor quando ocorrer cessão dos recebíveis com a finalidade de securitização (Caminha, 2007).

Com isso foi criada, ainda em 1997, a Companhia Brasileira de Securitização (CIBRASEC) com o objetivo de atuar exclusivamente na securitização de créditos imobiliários, sendo pioneira neste setor. Posteriormente, a CVM disciplinou o registro e atuação das companhias securitizadoras de créditos imobiliários por meio da Instrução nº 284/98. Esta norma também efetuou tratamento sobre a emissão e distribuição dos CRIs, ficando dispensado o uso de intermediários financeiros, permitindo otimização ao mercado secundário de créditos imobiliários.

Apesar do avanço no compêndio jurídico sobre as atividades de securitização, a tributação apresentava-se ainda como entrave ao desenvolvimento maciço destas estruturas, visto que a base de incidência do Programa de Interação Social (PIS) e da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS) era formada pela receita bruta das securitizadoras. Com a emissão da Medida Provisória nº 1.858/99 foi determinada que a base de cálculo poderia ser diminuída pelos custos de captação (aquisição de direitos

creditórios) para as securitizadoras de créditos imobiliários e créditos financeiros. A partir da vigência destas normas, foi observado crescimento nas emissões de CRIs.

Assim como no cenário norte-americano, o desenho destas operações também ocorreu pelo fato do sistema bancário não ser suficiente para atender a demanda de financiamentos de imóveis residenciais (Chaves, 2006). Isto demonstra que o surgimento do mercado secundário de hipotecas brasileiro passou a ser propagado pela securitização, cuja atuação foi definida de forma semelhante ao que ocorreu nos Estados Unidos. Após a criação da CIBRASEC, outras securitizadoras de créditos imobiliários foram criadas para desenvolver operações análogas.

As companhias securitizadoras de créditos imobiliários podem emitir variados tipos de títulos ao mercado como forma de captação de recursos. Contudo, a Lei nº 9.514/97 criou o CRI, cuja emissão é restrita às companhias securitizadoras de créditos imobiliários, com capital aberto. Os CRIs são títulos de crédito nominativo, que podem ser negociados livremente, devendo ser, obrigatoriamente, lastreados em créditos imobiliários (Coelho & Borelli, 2012).

Os principais tipos de créditos utilizados como lastro dos CRIs são o financiamento imobiliário, aluguel e multiclasse. Porém, existe a possibilidade que estes créditos sejam transformados em Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), Letras Hipotecárias (LH) ou Letras de Crédito Imobiliário (LCI) para então serem securitizados.

Os CCIs, instituídos pela Medida Provisória nº 2.223/04, convertida na Lei nº 10.931/04, são emitidos pelos credores de títulos imobiliários, sem existir a necessidade de obter autorização do devedor da respectiva dívida, podendo representar integralmente os créditos imobiliários ou apenas partes destes. A principal vantagem destes títulos é a delimitação e padronização dos créditos imobiliários, facilitando a transferência a entidades securitizadoras (Caminha, 2007).

Outra possibilidade de compactação dos créditos imobiliários ocorre por meio das LHs. Esta é um título de crédito cuja emissão somente pode ser efetuada por instituições financeiras autorizadas a conceder créditos imobiliários hipotecários. Assim, os créditos imobiliários hipotecários podem ser utilizados na securitização por meio desta modalidade de título (Uqbar, 2015-b).

Existe ainda outra possibilidade de créditos imobiliários tornarem-se títulos negociáveis. Este recurso foi determinado pela Medida Provisória nº 2.223/01, que foi convertida na Lei nº 10.931/04, cujo texto legal incorporou a opção de que as instituições financeiras que são originadoras dos créditos imobiliários pudessem recorrer a alavancagem financeira por intermédio de investidores, sendo criada a LCI (Porto, 2015). Este título

possibilita que companhias de base imobiliária executem securitização sem a necessidade de utilizar a desintermediação efetuada pelas entidades securitizadoras.

#### *2.1.4.3.3 Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros*

No âmbito internacional, as instituições financeiras foram entidades emissoras que ampliaram as operações de securitização, visto o intuito de retirar ativos dos seus balanços por meio da cessão destes à securitizadoras. Esta atitude tinha como objetivo diminuir a entidade à exposição do risco (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008), ampliar as fontes de captação de recursos; diversificar os ativos contidos em carteiras bancárias e facilitar o atendimento do nível de capital regulamentar (Landsman, Peasnell & Shakespeare, 2010).

Os créditos oriundos das atividades financeiras não podiam ser objeto de securitização no Brasil até 1998. Até este período havia a possibilidade de transferir ativos apenas para bancos de investimentos, de acordo com a Resolução CMN nº 453/77. A permissão de cessão de ativos para demais entidades financeiras ocorreu com a emissão da Resolução CMN nº 523/79, porém, ainda não havia autorização para serem transformados em títulos mobiliários e, portanto, não configuravam objeto passível de securitização.

A permissão para securitizar créditos financeiros ocorreu mediante emissão da Resolução CMN nº 2.493/98. Esta norma autorizou a cessão de créditos oriundos de contratos de arrendamento financeiro, empréstimos e financiamento, efetuados por instituições financeiras, para companhias de securitização com atuação exclusiva em créditos financeiros.

A Instrução CVM nº 281/98 determinou regras para a emissão pública de debêntures pelas securitizadoras de créditos financeiros, entre elas, que os ativos deveriam ser transferidos apenas para companhias securitizadoras com atuação exclusiva em créditos financeiros e a obrigatoriedade de registro público das emissões de títulos, ainda que a entidade securitizadora seja de capital fechado. Com base nisto, a permissão de securitizar ativos financeiros oportunizou a gestão da carteira das instituições financeiras com maior eficácia, sendo possível excluir do seu patrimônio títulos inadimplentes e contratos que ofereciam risco, atendendo a regulação exercida pelo sistema financeiro.

Isto permitiu a reestruturação dos bancos que encontravam-se com carteiras de má qualidade creditícia. Por intermédio da cessão de créditos com alta probabilidade de inadimplência para as securitizadoras, os bancos mantinham em seu patrimônio apenas os títulos de baixo risco. Isso facilitou a aceleração de liquidações extrajudiciais e os regimes

especiais liquidatários, sendo resultado da reestruturação econômica ocorrida nos anos 90 no Brasil que imprimiu uma política monetária restritiva (Chaves, 2006).

Em 2000 foi emitida a Resolução CMN nº 2.686 que revogou a Resolução CMN nº 2.493/98, esclarecendo sobre novos critérios que a securitização de créditos financeiros deveria atender. Entre as novidades encontra-se a permissão para que a instituição cedente do crédito seja corresponsável pela quitação do ativo, configurando uma segurança adicional aos investidores desta estrutura. Outra novidade trazida por esta norma foi a possibilidade de ceder ativos financeiros a companhias securitizadoras de créditos imobiliários, desde que respeitadas as características de financiamento imobiliário.

Posteriormente, houve emissão da Resolução CMN nº 2.836/01 que determinou que as cessões de ativos realizadas entre instituições financeiras podem ser realizadas tanto na modalidade “com obrigação” quanto “sem obrigação” relativa a retenção de parcela de riscos. Porém, se a cessão dos direitos for efetuada para entidades não financeiras, ou seja, para securitizadoras, somente o formato “sem obrigação” é permitido.

A Lei nº 10.931/04 normatizou a emissão de certificados de cédulas de crédito bancário (CCB). As CCB são títulos emitidos por médias e grandes empresas, assim como por pessoas físicas, em favor de instituições financeiras, em função de transações financeiras (Porto, 2015). Estas instituições podem agrupar e vender os CCB, com o objetivo de transferir riscos, por meio da estruturação de certificados de cédulas de créditos bancários (CCCB) (Uqbar, 2015-a).

Caminha (2007) ressalta que os órgãos que regulamentam as atividades realizadas pelas instituições financeiras tratam a securitização de créditos financeiros com desconfiança, visto que os bancos podem utilizar estes recursos com mero objetivo de evadir-se das normas de regulação do capital bancário. Outra preocupação fundamenta-se na perda de controle destes ativos, dificultando a definição de políticas monetárias.

#### *2.1.4.3.4 Companhias Securitizadoras de Créditos do Agronegócio*

Com a ampliação do uso da securitização pelos setores financeiro e imobiliário, a securitização passou a ser buscada pelo segmento do agronegócio. Devido as atividades agrícola e pecuária representarem uma importante parcela da economia brasileira e de geração de renda, a securitização de créditos deste setor possibilita ampliar as formas de financiamento, além de incorporar ao mercado de capitais novas opções de investimentos.

A securitização de ativos do agronegócio foi iniciada a partir da emissão da Medida Provisória nº 221/04, que em seguida foi transformada na Lei nº 11.076/04, existindo permissão para créditos gerados pelas atividades agropecuárias, seus derivados e subprodutos, serem utilizados nestas estruturas.

A fim de facilitar a agregação de ativos semelhantes, esta Lei criou o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), o *Warrant* Agropecuário (WA), o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) e a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), este sendo de emissão exclusiva às instituições financeiras, sendo lastreados em ativos do agronegócio com a devida certificação governamental. Criou também o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), sendo de emissão exclusiva pelas companhias securitizadoras de créditos do agronegócio.

O CDA foi regulamentado para substituir o “conhecimento de depósito”. É conceituado como “título de crédito representativo de promessa de entrega de produtos agropecuários, seus derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico, depositados em conformidade com a Lei nº. 9.973, de 29 de maio de 2000” (Art. 1º, § 1º, Lei 11.076/04). O WA, por sua vez, é um título de crédito que confere direito de penhor sobre a mercadoria descrita no CDA correspondente, sendo, ambos, títulos de execução extrajudicial.

O CDCA é um título de crédito nominativo, de livre negociação, cujo lastro é efetuado em créditos oriundos do agronegócio. A emissão deste título pode ser realizada por cooperativas de produtores rurais ou demais pessoas jurídicas que exerçam atividades relacionadas à atividade agrícola. Segundo Porto (2015), a LCA é utilizada para captar recursos por participantes da cadeia do agronegócio e o principal atrativo é a isenção de imposto de renda para pessoas físicas investidoras e cobertura do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) a partir do ano de 2013.

O CRA é o principal título de securitização lastreado em créditos do agronegócio. Representa um título de crédito nominativo, de livre negociação, que apenas pode ser emitido por companhias constituídas por ações registradas na CVM e que atuem exclusivamente no mercado de securitização. Conforme Uqbar (2015-a) estes títulos são lastreados em créditos originados pela negociação de produtores rurais ou cooperativas, relacionado com a produção, comercialização, beneficiamento, processamento, transformação, armazenamento, logística, transporte, distribuição ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas, veículos e implementos utilizados pelas atividades agrícola, pecuária ou florestal, assim como, os subprodutos e resíduos que produzam benefícios econômicos.

Em 2014, as emissões destes títulos dobraram em relação à 2013, configurando a modalidade de securitização que mais cresceu recentemente. Neste exercício foram constatadas a prevalência de operações estruturadas em créditos corporativos e o alongamento do prazo médio dos CRAs (Uqbar, 2015-a). Isto demonstra que o crédito rural, disponibilizado por instituições financeiras, que até então eram a principal fonte de financiamento deste setor, passa a ser utilizado de forma mais ampla a partir das finanças estruturadas, reforçando o entendimento da capacidade de fortalecimento da securitização no Brasil.

#### *2.1.4.3.5 FIDCs*

Os principais créditos utilizados por estas entidades são os recebíveis comerciais, o financiamento de veículos e o crédito pessoal (Uqbar, 2015-a). Com a finalidade de atender investidores com diferentes perfis, os FIDCs podem emitir cotas com características distintas.

As cotas dos fundos somente podem ser emitidas ao mercado por intermédio de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. Devem, ainda, ser escriturais, mantidas em conta de depósito em nome dos seus subscritores (Chaves, 2006). Os FIDCs podem emitir classes de cotas seniores, normalmente, com baixa probabilidade de risco de crédito e cotas subordinadas que ficam mais expostas à inadimplência dos títulos que lastreiam o investimento (Pinheiro, 2008).

Apesar de haver divulgação de que os investimentos em securitização são acessíveis a qualquer investidor, deve-se atender alguns critérios para ser subscritor de cotas de FIDCs. Estes critérios estão definidos pela Instrução Normativa CVM nº 409/2004, em seu Art. 109, que determina que estas cotas devem ser subscritas por investidores qualificados.

Em relação ao condomínio de cotas, este pode ser aberto ou fechado. Nos FIDCs de condomínio aberto é possível que os cotistas resgatem suas cotas a qualquer momento, mediante atendimento dos critérios que constam no regulamento do fundo. Também é permitido que novos investidores integrem condomínio ou que as participações dos atuais investidores sejam ampliadas (Iudícibus et al., 2010).

Os condomínios abertos não permitem a amortização de cotas e, em se tratando de cotas subordinadas, deve haver comunicação do resgate 60 dias antes de ser efetivado. Se dentro deste período não houver intenção de cotistas seniores efetuarem resgates, as cotas subordinadas não precisam aguardar a decisão dos cotistas com resgate prioritário. Contudo, se dentro do transcurso dos 60 dias houver interesse dos cotistas seniores, estes possuem o

direito de resgatar suas cotas antes que os cotistas subordinados. Geralmente, este tipo de condomínio é constituído para atuar por prazo indeterminado (Coelho & Borelli, 2012).

Conforme Uqbar (2015-a), as cotas de fundos fechados poderão ser registradas para negociação em mercado secundário em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado. O fundo de condomínio fechado, cuja atuação é mais complexa, permite, apenas, que os cotistas resgatem seus investimentos em uma das seguintes situações: término do prazo de duração dos fundos, término do prazo de duração das cotas, término do prazo de duração da classe de cotas e liquidação do fundo. Ou seja, após o período de captação de recursos pelo fundo, não é permitida a entrada ou saída de investidores (Coelho & Borelli, 2012). A amortização de cotas é permitida, se disposto no regulamento ou em assembleia geral dos cotistas do fundo. A aplicação, amortização e resgate de cotas subordinadas podem ser efetuadas por meio de direitos creditórios. Entretanto, as cotas seniores apenas serão resgatadas por intermédio de direitos creditórios caso ocorra a liquidação antecipada do fundo.

Conforme determinado pela ICVM nº 356/01 a emissão de cotas de forma pública deve ser acompanhada por nota atribuída pela avaliação de *rating* efetuada por entidade especializada e sediada no Brasil. Normalmente a escrituração pública de cotas é dedicada apenas às cotas seniores, visto que as cotas subordinadas normamente são emitidas por meio privado, a fim de que os cedentes dos títulos sejam responsáveis por estes títulos, assumindo assim, a responsabilidade pela possível inadimplência dos créditos securitizados. Isto influencia na atribuição de notas superiores à classificação de risco das cotas seniores (Caminha, 2007).

As cotas seniores, por sua vez, não podem ser subclassificadas em função da prioridade de resgate ou de remuneração. Contudo, é permitido que estas cotas sejam emitidas por diferentes séries em fundos fechados. Estas cotas possuem prioridade no recebimento da remuneração e do principal quando ocorrer o resgate das cotas. Por este motivo, a cota sênior apresenta características de passivo, visto que, normalmente, não apresenta interesses residuais no fundo (CVM, 2011).

Contudo, conforme Uqbar (2015-a) destaca-se que apesar de existir um parâmetro de rentabilidade estimada para as cotas de FIDCs, esta não pode ser considerada uma promessa, visto que não existem garantias de que a cota atingirá tal rentabilidade. Chaves (2006) explica que as cotas dos FIDCs são dispostas em forma de condomínio, e, portanto, respondem às possíveis dívidas dos fundos. Este entendimento está amparado no Art. 1.315 do Código Civil Brasileiro que determina que o “condômino é obrigado, na proporção da sua parte, a

concorrer para as despesas de conservação ou divisão da coisa, e a suportar o ônus a que estiver sujeita”. Sendo assim, a remuneração estabelecida na escrituração deste título apenas representa o limite máximo de remuneração.

Os distintos níveis de riscos absorvidos pelas classes de cotas dos FIDCs estão amparados pela aplicação da modelagem na criação das cotas subordinadas, conhecida como cascata. Este processo proporciona a existência de cotas com diferentes taxas de remuneração e distintas prioridades de resgate em função de favorecer a diluição do risco entre investidores mais agressivos e mais conservadores (Fabozzi & Kothari, 2007). Este processo, segundo Gorton e Souleles (2005) é classificado como um problema estratégico de seleção adversa, visto que realiza a estruturação de diferentes classes de títulos mediante alocação dos ativos disponíveis. Este é um reforço para que o mercado de capitais exija garantias adicionais contra possíveis perdas.

Entre as cotas subordinadas podem ser encontradas diferentes classes representadas por direitos distintos, como por exemplo, as cotas subordinadas mezanino, também denominadas como subordinadas preferenciais, e as cotas subordinadas júnior, também denominadas como subordinadas ordinárias, que são subordinadas às cotas mezanino. Identifica-se, portanto, que as cotas subordinadas atuam como uma espécie de garantia ou de colateralização, normalmente, efetuada pelo cedente, visto que absorve eventuais inadimplências ocorridas pelos títulos que lastreiam os investimentos.

Considerando que os fluxos de caixa fluam conforme o previsto, todas as cotas serão remuneradas por seu investimento. Isso decorre da determinação de um teto na remuneração das cotas seniores, que, atingindo o limite estabelecido, o restante dos recursos é usado para saldar os investidores com cotas subordinadas mezanino. Caso ainda existam recursos disponíveis, então as cotas subordinadas juniores são remuneradas.

Destaca-se que, enquanto as cotas seniores e cotas subordinadas mezanino possuem tetos de remuneração, as cotas subordinadas júnior, normalmente, não possuem limite para a remuneração de seu investimento. Porém, estes são os investimentos mais afetados na ocorrência de perdas. Conforme Pinheiro (2008), quanto maior a senioridade do título, menores são os riscos e os retornos destes investimentos, enquanto que, quanto maior a subordinação, maiores são os níveis de riscos e de retornos.

#### 2.1.4.4 Investidores da Securitização

Os investidores são responsáveis por viabilizar o fluxo financeiro que é entregue à originadora dos créditos por intermédio das entidades securitizadoras. A principal motivação em investir em títulos de securitização refere-se às atrativas taxas de remuneração, que são viabilizadas pelo processo de desintermediação financeira (Pinheiro, 2008).

Isto é possível devido a pulverização dos riscos dos direitos creditórios que são utilizados como lastro, assim como pelo processo de junção dos créditos de diferentes originadores a fim de descentralizar os riscos. Outro fator que motiva os investidores a aplicarem seus recursos em títulos de securitização baseia-se no investimento em valores mobiliários lastreados por partes de direitos creditórios, não abarcando as características originais presentes nos originadores dos créditos. Além disso, destaca-se a existência de títulos de securitização que proporcionam elevada liquidez, rendimento e diversificação de investimentos (Kendall, 1998, Kochen, 1998, Desa, 2005).

Portanto, compreende-se que os títulos de securitização representam a criação de instrumentos financeiros sofisticados, que atendem aos interesses de segurança e rentabilidade dos investidores, cada vez mais institucionalizados e sofisticados (Coelho & Borelli, 2012). Constitui, assim, uma forma de investimento diferenciada que proporciona a diversificação de investimentos, permitindo que os títulos absorvam as características de segmentos econômicos não disponíveis, pelos formatos tradicionais de investimentos (Kendall, 1998, Pinheiro, 2008).

Ao abranger ativos gerados por um amplo contingente de setores, interfere na diluição do risco de crédito, sob a premissa de que a inadimplência não ocorre em todos os setores de forma simultânea. Contudo, Brown (2010) e Schwarcz (2009) alerta que os investidores devem ser diligentes na avaliação dos títulos investidos, necessitando, para isso, informações sobre as condições nas quais os valores mobiliários foram emitidos, os riscos envolvidos e as garantias existentes. Ou seja, as entidades securitizadoras devem transmitir informações aos investidores, para que estes reconheçam os ativos que determinarão os retornos ou perdas que os investimentos nestas operações podem proporcionar (Brown, 2010). Para isso, no Brasil, existem regras previstas na legislação comercial, societária e contábil, além de atos normativos da CVM, do CMN e do BACEN, a fim de regular a atuação da securitização, assim como seu relacionamento com cedentes e investidores.

Nas companhias securitizadoras qualquer indivíduo pode ter acesso aos títulos de securitização e ser aplicador de recursos nestas estruturas. Contudo, as cotas dos FIDCs estão

restritas aos investidores qualificados, conforme definido nas Instruções CVM nº 356/01 e CVM nº 409/04. Isto porque os investidores terceirizam a administração do seu capital ao administrador do fundo, que utiliza-o na aquisição de direitos creditórios, assim como realiza a gestão do fluxo de caixa gerado por estes recebíveis (Carvalho, 2012).

Como investidores qualificados compreendem-se as instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades de previdência complementar; pessoas físicas ou jurídicas que tenham capacidade financeira de investimento acima de R\$ 300.000,00, atestado por meio de termo próprio; fundos de investimentos que sejam investidos por investidores qualificados; administradores e consultores autorizados pela CVM; e, sociedades de previdência social instituído por entes públicos (Art. 109, ICVM nº 409/04). Compreende-se, portanto, que os investidores qualificados possuem melhores condições de análise da qualidade dos créditos, da atuação do gestor, assim como de identificar os níveis de riscos transferidos pelo originador, inibindo a assimetria de informações (CVM, 2014).

Contudo, ainda que os investidores sejam capacitados para analisar os títulos de securitização e seu lastro, ou que estejam amparados por uma equipe de analistas especializados em investimentos, a complexidade da securitização, normalmente, impede que as implicações sobre este tipo de investimento sejam identificadas com facilidade (Cerbioni, Fabrizi & Pabonetti, 2014, Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008).

Esta dificuldade reside no fato de que, segundo Schwarcz (2008), a compreensão da estrutura de securitização corresponde às análises relacionadas à falência, direito tributário, legislação societária, direito comercial, contabilidade e finanças. Ou seja, o conhecimento pleno das estruturas de securitização somente é possível a partir de um conhecimento prévio em diversas áreas que abrangem os seus procedimentos. Assim, quanto maior o aparato de análise de investimento, maiores são os custos de aquisição de títulos, o que acaba por diminuir a visibilidade dos benefícios que estes investimentos proporcionam.

Como forma de elevar a segurança dos investidores da securitização, busca-se eliminar conflitos de interesses. Para isso, é vedado ao administrador, gestor, custodiante e demais partes relacionadas, ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios aos fundos de investimentos no quais exerçam estas funções, conforme definido pelo Art. 39 da ICVM nº 356/01. A preocupação com a eliminação do conflito de interesse entre as entidades que participam das estruturações de securitização é essencial na mitigação do risco moral destas atividades (CVM, 2014).

Esta proibição foi a resposta dos normatizadores aos casos de fraude identificados em estruturas de securitização. Assim, a ICVM nº 531/13 eliminou a possibilidade de uma mesma instituição efetuar diversas funções nas estruturas de securitização, buscando conferir maior segurança aos investidores desta modalidade.

A partir da crise financeira iniciada em 2007, os investidores em títulos de securitização também passaram a questionar sobre a precificação dos seus investimentos. Isto ocorreu em função da impossibilidade de conhecer o valor atual dos investimentos nestes títulos, sendo destacada a ausência de informações como o principal motivo (Jackson, 2010). Ou seja, com o desencadeamento da crise, passou-se a questionar sobre as incertezas que envolviam a securitização realizada dentro dos moldes deste período.

Considerando que existem diversas formas dos originadores reterem participação nos riscos das operações de securitização, e que estas podem ser efetuadas de forma explícita ou implícita, diferentes investidores podem ter distintas considerações a respeito da exposição ao risco que os títulos de securitização oferecem (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008, Gorton & Souleles, 2005). Os diferentes entendimentos que o mercado emite acerca das emissões das securitizadoras, podem gerar uma crise neste setor, fazendo com que a atividade de securitização sofra uma retração. Isto influencia os originadores de crédito que obtêm alavancagem financeira exclusivamente por intermédio da securitização e que podem ser prejudicados.

#### 2.1.4.5 Demais Participantes da Securitização

Para que as operações de securitização possam ser realizadas, as entidades securitizadoras são dependentes de diversos elementos que possuem funções específicas, e, que, em conjunto, demonstram que esta atividade está cerceada por uma estrutura complexa. “[...] pela flexibilidade que a ela é conferida por conta da diversidade de utilizações que pode ter, a securitização pode ser adaptada a diversas necessidades, ser mais complexa ou mais simples, envolver mais ou menos partes” (Caminha, 2007, p. 100). Isto demonstra que além da presença do originador, do veículo securitizador e dos investidores, é requisitada a presença e atuação de demais elementos, como forma de elevar a segurança das estruturas de securitização, e que o conjunto destes intervenientes pode assumir diferenciados formatos, dependendo das condições que afligem estas estruturas.

Os demais participantes das estruturas de securitização podem corresponder ao administrador, agente fiduciário, gestor dos ativos de securitização, auditoria, entidade

custodiante, distribuidor, escriturador, empresa de classificação de risco e de entidade seguradora.

Os administradores estão presentes, principalmente, nas estruturas de securitização por intermédio de FIDCs (Porto, 2015). A sua função é de representar o fundo perante terceiros, tomando decisões acerca da aquisição dos direitos creditórios e sobre a alocação dos recursos financeiros. Os administradores devem ser pessoas jurídicas e, conforme permissão do regulamento do fundo, têm poderes para contratar empresa de auditoria e empresa de análise de *rating*, além do custodiante e da empresa de gestão da carteira. Cabe ao administrador dos FIDCs elaborar as demonstrações financeiras do fundo, observando as normas dispostas na ICVM nº 489/11, assim como efetuar o registro na CVM referente a publicação destas informações.

Os agentes fiduciários têm como objetivo administrar e custodiar ativos de terceiros com finalidade de resguardar a qualidade de gestão deste investimento. Assim, acompanham as decisões e atividades da securitizadoras representando a figura dos investidores, a fim de garantir proteção, visto que analisam os lastros dos títulos emitidos no mercado e verificam se estão adequados aos regulamentos da companhia ou fundo. A partir da avaliação da entidade securitizadora, o agente fiduciário comunica aos investidores as condições econômicas e financeiras da organização e como estas influenciam os investimentos (Caminha, 2007). Portanto, este elemento atua em prol dos investidores, colaborando com a tomada de decisão destes.

A presença do agente fiduciário é obrigatória em alguns formatos de securitização, como no caso das companhias que emitem debêntures. Possui amplos poderes que permitem dar recebimento e quitação das operações, caso seja necessário intervir na estrutura, além de estipular o patrimônio dos investidores e da securitizadora, em caso de insolvência desta. Chaves (2006) afirma que as funções desempenhadas pelo agente fiduciário na securitização de créditos, se cumpridas devidamente, funcionam como um verdadeiro mecanismo de redução de riscos de inadimplência em face dos investidores, contribuindo com o sucesso desse negócio jurídico. De outro lado, a atuação inadequada do agente fiduciário poderá conduzir ao fracasso da securitização, ocasionando prejuízo aos investidores.

Como figura similar ao agente fiduciário, encontra-se no cenário internacional, a presença do *trustee* nas estruturas de securitização. Este participante, que não é permitido pela legislação brasileira, possui atuação mais ampla que o agente fiduciário, pois, além de abarcar as funções deste, ainda é corresponsável pelos resultados da entidade securitizadora e responde pelos prejuízos que pode afetar os investidores.

Também conhecido como *servicer*, o gestor dos ativos é responsável pela administração geral dos créditos e de suas respectivas garantias (Porto, 2015). Para isso, é contratado pela securitizadora para exercer a função de administrar a carteira de crédito, analisar, auditar e formalizar os créditos, avaliar os contratos que originaram os créditos, e, principalmente, atuar no processamento e cobrança dos recebíveis.

Existe a possibilidade de que a própria entidade originadora realize o papel de *servicer*, apesar desta opção apresentar menor segurança. O ideal é que a gestão dos ativos seja desenvolvida por uma instituição financeira, assegurando a separação entre os riscos da entidade emissora com os riscos dos títulos usados como lastro nas operações de securitização. Há ainda a possibilidade de existir o substituto do gestor dos ativos, que assume as suas funções em situações específicas cujo gestor principal não pode agir.

A auditoria é um importante recurso na proteção aos investidores da securitização. Sua atuação é exigida em companhias de capital aberto e nos FIDCs, as demonstrações financeiras são revisadas com a finalidade de constatar se as informações disponíveis aos investidores, e demais usuários externos, são compatíveis com os reais fatos que modificaram o patrimônio e os resultados da entidade.

A importância da auditoria é reforçada pelo fato de que as informações econômico-financeiras são buscadas pelos investidores para esclarecer questionamentos sobre a qualidade dos investimentos. Atua em conjunto com o agente fiduciário, colaborando com a atuação deste no sentido de salvaguardar os interesses dos investidores e demais usuários externos.

Encontra-se ainda entre os participantes da securitização, a entidade custodiante que é responsável pela custódia dos títulos emitidos no mercado, efetuando o pagamento dos valores oriundos do fluxo da securitização aos investidores. Esta entidade tem como função liquidar junto aos investidores, o principal e a remuneração dos títulos de securitização, conforme convencionado no termo de securitização (Porto, 2015).

O distribuidor, na securitização, deve ser entidade integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários e é escolhido pela entidade emissora de títulos para que estes possam ser disponibilizados aos investidores, sendo a CETIP S/A, atualmente, o principal distribuidor de títulos de securitização no Brasil. Já o escriturador atua na securitização como responsável pelo recebimento de ordens de aplicação e resgate de cotistas ou distribuidores, por controlar e manter a posição de cotas detidas por cada um dos cotistas, por enviar relatórios e extratos mensais, além de efetuar o cálculo e retenção de impostos.

Encontra-se também na securitização a presença de agência de *rating* que deve atuar de forma independente, sendo contratada pela securitizadora, com a finalidade de atribuir um

escore sobre o risco dos créditos utilizados como lastro dos investimentos, sinalizando a possibilidade de perdas. Esta classificação apresenta-se como fundamental, visto que auxilia os investidores a avaliarem os riscos de inadimplência, e, assim, permite verificar se a remuneração prevista dos títulos suprimem os riscos dos recebíveis que o lastreiam.

A determinação do *rating* não deve ser efetuada apenas após a estruturação dos títulos de securitização. Durante este processo, a análise do nível de risco da carteira permite avaliar a melhor combinação dos créditos disponíveis a fim de elevar a garantia da operação. Isso significa que a avaliação do risco efetuado pelas agências de *rating* é útil às entidades securitizadoras visto que permite alocar taxas de remuneração aos seus títulos compatíveis com a qualidade dos créditos securitizados.

Por fim, outra entidade que confere segurança às estruturas de securitização são as companhias seguradoras. Este não é um elemento obrigatório ao desenvolvimento da securitização, porém, é uma das condições requeridas, principalmente, pelos investidores conservadores. Apesar do processo de securitização conter diversos elementos que atuam afastando os riscos que podem se instalar nestas operações, as seguradoras tem poder de difundir segurança aos títulos de securitização. Neste caso, os custos do processo de securitização são majorados em busca da formação de uma estrutura que ofereça investimentos com plena segurança de remuneração aos seus investidores.

### **2.1.5 Riscos da Securitização**

Inicialmente, busca-se compreender o conceito de risco, a fim de identificar a sua relação e influência no mercado financeiro e de capitais e, conseqüentemente, na securitização. No âmbito econômico o risco é avaliado pelo desvio-padrão do fluxo de caixa de uma determinada entidade. Ou seja, a economia retrata o risco mediante a distribuição de probabilidade sobre a expectativa de retorno (Silva, Machado & Hein, 2013). Segundo Porto (2015) o risco é associado à incerteza e refere-se à variabilidade dos retornos associados a um ativo.

Considerando que a securitização atua adquirindo créditos de diferentes origens e efetuando carteiras com a combinação dos ativos securitizados, significa que esta estrutura é propícia à diluição do risco no mercado de capitais (Kochen, 1998). O processo de atribuir lastro aos títulos emitidos permite que existam diferentes níveis de riscos, atendendo a investidores, desde os mais conservadores até o mais arrojados. Assim, a transferência de parte do risco é da natureza da securitização e um dos seus principais benefícios (CVM, 2014,

Gorton & Souleles, 2005). Carvalho (2012) reforça este conceito, apontando a distribuição do risco entre diversos investidores como forma de obtenção de segurança, rentabilidade e liquidez.

No processo de securitização, efetua-se a desvinculação dos créditos do seu originador, passando a compor a carteira de ativos da securitizadora. Isto faz com que o risco que está presente no originador não afete os investidores dos títulos de securitização. Contudo, os investidores passam a absorver os riscos presentes nos ativos que lastreiam seus investimentos (Fabozzi & Kothari, 2007). Sendo assim, na securitização, o risco existe devido a incerteza de que o fluxo de caixa estimado seja efetivado mediante o cumprimento do pagamento de dívida pelos seus devedores e sua medição pode ser feita por modelos estatísticos (Caminha, 2007). Quanto mais volátil ou quanto maior a variação, maior o seu risco (Lima, 2015).

Para que as operações de securitização sejam dotadas de qualidade para todos os seus participantes, é imprescindível que a carteira de recebíveis cedidas à securitizadora seja de elevada qualidade creditícia. Isto porque o mercado realizará avaliação dos lastros dos títulos de securitização como forma de identificar os limites para o prêmio que será pago, considerando o risco dos títulos emitidos, ainda que sem avaliar a condição financeira da empresa originadora (Iudícibus et al., 2010). Lima (2015) destaca que identificar os fatores de risco, mensurá-los e definir mecanismos de controle são ações essenciais na gestão dos investimentos.

A complexidade das atividades desenvolvidas pela securitização apoia-se, principalmente, em duas características. Uma delas refere-se à dificuldade na identificação exata da transferência de risco realizada entre originador e entidade securitizadora (Barth & Landsman, 2010, Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008). Ou seja, normalmente, os investidores não tem acesso às informações que permitem avaliar com segurança o nível de risco agregado na parcela de seus títulos de investimento originados em operações de securitização.

A outra característica está relacionada à compreensão de como as condições de mercado podem interferir no risco das operações de securitização (Barth & Landsman, 2010, Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008). Isto demonstra que os investidores em títulos da securitização não possuem conhecimento acerca de como os riscos podem ser majorados ou minimizados por condições externas, que não podem ser evitadas.

Ainda que a legislação brasileira seja atualizada para contornar as possibilidades de perdas evidenciadas pela experiência ao longo do tempo, existem opiniões divergentes sobre a determinação dos elementos responsáveis pela identificação dos riscos. Existe uma corrente

que prega a regulação como o principal artefato de escusa ao risco. Neste caso, espera-se que os instrumentos jurídicos tenham a habilidade de determinar padrões de conduta que impeçam ou restrinjam a corrupção dos investimentos (Stiglitz, 2001).

Outra vertente de pensamento atribui a análise de risco como ação precípua dos investidores. Assim, para que estes realizem um correto diagnóstico sobre os títulos disponíveis no mercado, deve haver um sistema de informação capaz de indicar as nuances dos fatos e decisões que afetam as entidades em questão, para subsidiar o processo de decisão. Reforça este entendimento, o fato de que a securitização é amplamente utilizada por empresas com maior risco (Gorton & Souleles, 2005).

Caminha (2007) enumera seis tipos de riscos que existem em qualquer atividade financeira e que afeta a securitização: risco de crédito, risco de liquidez, risco de taxas de juros, risco de mercado, risco cambial e risco de insolvência.

#### **Quadro 1 - Tipos de risco presente na securitização**

<b>Principais riscos da securitização</b>	<b>Definição</b>
Risco de crédito	Ocorre mediante a possibilidade de um crédito não ser liquidado por seu devedor.
Risco de liquidez	Relacionado ao descasamento dos fluxos de caixa
Risco de taxas de juro	Refere-se ao descasamento das taxas aplicadas em receitas e despesas.
Risco de mercado	Ocorre quando ativos possuem precificação determinada pelo mercado e seu valor somente pode ser definido com segurança no momento da liquidação.
Risco cambial	Existe quando ativos são originados em moeda estrangeira e sua quitação depende das variações cambiais.
Risco de insolvência	É a possibilidade de uma entidade não ter condições financeiras de sustentar prejuízos.

Fonte: Adaptado de Caminha (2007)

O risco de crédito revela a possibilidade de um crédito não ser liquidado por seu devedor (Porto, 2015). O Apêndice A do CPC 40 relata que o risco de crédito é o risco de uma das partes contratantes de instrumento financeiro causar prejuízo financeiro à outra parte pelo não cumprimento da sua obrigação perante esta outra. Por este motivo, este é o principal risco envolvido nas operações de securitização, e, conseqüentemente, que afeta os investimentos desta natureza (Coelho & Borelli, 2012, CVM, 2014, Michalak & Uhde, 2012, Pinheiro, 2008). Iudícibus et al. (2010) indica que os riscos dos recebíveis utilizados na

securitização são diversificados, porém, que os investidores são afetados principalmente pelo risco de crédito, ainda que este possa ser diminuído conforme a estrutura da operação.

O risco de crédito é o foco das avaliações pelas agências de *rating*, sendo analisada a qualidade de carteiras de ativos em relação à possibilidade de perdas decorrentes de inadimplência. Estas instituições avaliam o risco de crédito no âmbito da ocorrência de não pagamento das dívidas, atendendo ao aspecto quantitativo da análise. Contudo, o controle deste tipo de risco demanda também a avaliação qualitativa, com a identificação do valor das possíveis perdas, independentemente da probabilidade de ocorrer a inadimplência. Esta avaliação não é efetuada pelas agências de *rating* (Caminha, 2007).

A forma usual de evitar que uma carteira seja composta por títulos com risco de crédito é por intermédio da análise de crédito, que avalia a capacidade do devedor em quitar sua dívida antes que o contrato seja firmado entre as partes. Com base nesta situação, buscam-se modernas técnicas de análise de crédito a fim de eliminar este tipo de risco e formar carteiras com maior qualidade creditícia.

Apesar da análise de crédito fornecer importantes informações que colaboram com a determinação da potencialidade de perdas, as organizações não podem sustentar suas atividades comerciais e financeiras baseadas apenas na escolha de bons pagadores. Existe todo um mercado à disposição e a existência de incertezas permite que as taxas de juros sejam majoradas (Caminha, 2007).

Assim, a securitização apresenta-se como uma alternativa de diluição do risco de crédito aos originadores de recebíveis, que cedem seus títulos à outras entidades, no caso as securitizadoras, que os segregam entre distintas carteiras e repassam aos investidores na forma de títulos e valores mobiliários. Faz com que o risco de crédito integral de um conjunto de recebíveis do originador seja dividido em várias partes, assumindo cada investidor uma parcela, ocorrendo uma pulverização deste risco.

O risco de liquidez está relacionado com o descasamento dos fluxos de caixa (Porto, 2015). Ou seja, é o risco de que os valores a receber não sejam convertidos em caixa ou equivalentes a tempo suficiente de saldar os compromissos financeiros que foram realizados. O risco de liquidez pode ser identificado a partir da análise de índices de liquidez, cujo resultado permite verificar se ocorre uma saudável gestão do fluxo de caixa (Lima, 2015).

Este risco relaciona-se com a securitização em dois momentos. Inicialmente, quando uma entidade originadora cede seus recebíveis a uma securitizadora, está trocando um ativo ilíquido por recursos financeiros líquidos, aumentando seu nível de liquidez e evitando problemas em seu fluxo de caixa (Pinheiro, 2008). Em um segundo momento, observa-se que

as entidades securitizadoras também precisam efetuar acompanhamento do seu fluxo financeiro, considerando que deve utilizar os valores recebidos dos investidores para saldar a aquisição de direitos creditórios, e, com o valor do desconto praticado com estes, acumular recursos para remunerar os investidores. Portanto, a securitização pode gerenciar o risco de liquidez quando optar por renegociar os recebíveis securitizados (Coelho & Borelli, 2012).

O risco de taxa de juros ocorre em entidades em que seu resultado depende de receitas e despesas formadas pela definição da taxa de juros flutuantes, ocorrendo principalmente em instituições financeiras (Caminha, 2007). O descasamento das taxas aplicadas em receitas e despesas pode levar a entidade ao prejuízo (Porto, 2015).

A securitização colabora com a blindagem ao descasamento das taxas de juros, visto que atua agregando títulos com características semelhantes a fim de facilitar a gestão de suas carteiras. A securitização permite ainda que a entidade originadora efetue blindagem contra o descasamento de taxas de juros mediante a cessão dos ativos que não se enquadram às taxas de juros aplicadas aos passivos (Pinheiro, 2008).

O risco de mercado ocorre quando ativos possuem precificação determinada pelo mercado e seu valor somente pode ser definido com segurança no momento da liquidação (Caminha, 2007). Portanto, enquanto o ativo for mantido na empresa existe uma expectativa do risco de mercado que representa a possibilidade de negociação por valor inferior ao custo, o que ocasiona uma transação com prejuízo (Lima, 2015). Esta instabilidade pode ser causada por taxas de juros, índices de bolsas de valores, taxas de câmbio etc. (Silva, Machado & Hein, 2013).

Conforme Coelho e Borelli (2012) o risco de mercado dos originadores de crédito pode ser minimizado por intermédio da securitização. Por meio do acompanhamento das variações dos preços pelo mercado, a entidade que possui este tipo de ativo pode usufruir da securitização para ceder o título em momento que o mercado reaja positivamente em relação ao valor do determinado ativo. Contudo, cabe aos investidores a tarefa de absorver estes riscos mediante seus investimentos em títulos da securitização.

O risco cambial existe quando ativos são originados em moeda estrangeira e sua quitação depende das variações cambiais, o que pode resultar em perdas. Em virtude das suas características, o risco cambial pode ser tratado como risco de mercado, visto que existe variação do valor do ativo. Assim, da mesma forma que no risco de mercado, a securitização pode ser utilizada como ferramenta para segregar este ativo do patrimônio da empresa em situações que sinalizem oscilação da moeda funcional em relação à moeda estrangeira, o que pode resultar em perdas potenciais.

O risco de insolvência é a possibilidade de uma entidade não ter condições financeiras de sustentar prejuízos. Este risco deriva da adequação do capital e é uma consequência dos demais tipos de riscos, pois, caso o patrimônio da empresa não seja suficiente para arcar com os outros riscos, compreende-se que esta organização encontra-se em risco de insolvência. Coelho e Borelli (2012) relatam que na securitização o risco de insolvência não afeta os investidores, visto que a segregação de ativos permite que a falência dos originadores não afete os ativos cedidos em securitização, entretanto, ainda estão sujeitos ao risco de insolvência do devedor do crédito.

Em vista dos riscos que podem se fazer presentes nas entidades securitizadoras, nos créditos securitizados, e, conseqüentemente, nos títulos de securitização, é importante que sejam feitos esclarecimentos sobre as possíveis perdas que estes podem ocasionar, principalmente em relação ao risco de crédito. Valente (2014) reforça este conceito indicando o risco como uma das principais informações requeridas pelos analistas de mercado.

Considerando que a securitização é afetada, principalmente, pela probabilidade de não pagamento dos ativos securitizados, como forma de elevar a qualidade da informação sobre este risco, utiliza-se o *rating*, que é uma atividade de classificação de risco de crédito efetuada por uma empresa independente, que emite opinião acerca da qualidade de crédito de um conjunto de títulos. Esta classificação colabora com os investidores acerca do conhecimento sobre a segurança dos títulos de investimento em securitização, visto que, esta atividade é composta por estruturas complexas, sem a disponibilização de informações completas ao mercado de capitais (Mickalak & Uhde, 2012, Pinheiro, 2008). Neste sentido, Farhi e Cintra (2002) relatam que as agências de *rating* atuam como instrumento dissipador da assimetria informacional.

Assim como no fornecimento de crédito pelos bancos, a securitização inicia sua estruturação realizando a análise de crédito e, após a cessão efetiva do crédito, prossegue-se com o monitoramento do devedor do recebível. Entre os reflexos do uso das notas de *rating* encontra-se a determinação do preço dos investimentos. A identificação da taxa de rendimento dos títulos é realizada a partir do conhecimento a respeito da classificação de *rating*, visto que os juros são determinados pelo risco que os investidores devem absorver. Assim, quanto melhor o *rating* de um emissor, menor será o risco envolvido na operação, logo, influencia em uma taxa de juros menor. Isso significa que boas notas de *rating* permitem que o custo de captação seja reduzido (Caminha, 2007).

O risco que envolve os investimentos é delineado por diversos fatores, entre eles, o tipo de entidade emissora, as estratégias de negócio envolvidas, endividamento, perspectivas

de resultados futuros, cenário econômico etc. Assim, a formação dos escores pelas agências de *rating* levam em consideração estes fatores, a fim de utilizar critérios objetivos e transparentes na avaliação das carteiras de créditos das securitizadoras. Além disso, as agências de notação de crédito também determinam as suas notas de títulos lastreados em ativos com base no desempenho previsível do conjunto de garantias subjacentes, incluindo a probabilidade de *default* e eventuais reforços do crédito fornecidos pelos originadores (Ernst Young, 2014).

Na estrutura da operação é avaliada a consistência jurídica de todos os estágios do processo de securitização, analisando desde a veracidade dos fatos que originaram os créditos, passando pelas garantias concedidas e avaliando o acordo de cessão de créditos à securitizadora, que deve haver documentação compatível com os compromissos firmados (Caminha, 2007). Isto confere segurança à operação, e, em caso de ausência, pode influenciar em prejuízos aos investidores.

Apesar de ser um acontecimento externo à empresa e que não pode ser modificado pela securitizadora, a economia e a política do país têm poder de alavancar ou restringir os riscos da securitização (Schwarcz, 2009). Para tanto, são avaliados taxas de desemprego, poder aquisitivo da população, inflação, desemprego, inadimplência geral, taxa de juros vigentes no país etc.

Em virtude da amplitude destas análises, as classificações de *rating* são utilizadas como um dos principais elementos indicadores das condições da qualidade de créditos dos investimentos em securitização. Kendall (1998) e Desa (2005) explicam que a ausência de informações acerca dos lastros dos títulos de securitização ou inviabilidade pelos patrocinadores de efetuar *due diligence* acerca dos elementos que compõem a estrutura de securitização, a nota de *rating* colabora com o processo de análise que deve ser efetuada pelos investidores, quando da opção por investir em títulos de securitização.

Contudo, devido a ausência de informações consistentes sobre a qualidade dos créditos que lastreiam os títulos de securitização, a determinação do *rating* por agências avaliadoras tem sofrido críticas por especialistas de mercado. Isto porque considera-se que a notação do risco existente nas tranches de securitização são obscuras e não permitem uma conclusão precisa sobre o nível de risco que está presente nestas estruturas (Jackson, 2010).

Pagano e Volpin (2008) justificam a baixa qualidade na informação emitida pelas agências de *rating* como uma ação desenvolvida pelos originadores de créditos para manobram a liquidez do mercado. Isto ocorre mediante o desenvolvimento de problemas de seleção adversa, cuja falta de informações leva aos investidores adquirirem títulos de

securitização que não retratam com transparência as condições para efetuar a remuneração esperada. Assim, existe a expectativa de que apenas os investidores experientes possuem condições de conhecer os riscos atrelados aos títulos, ainda que não sejam emitidas informações completas sobre a qualidade dos ativos relacionados aos títulos de securitização.

Porém, isso faz com que os demais investidores não compreendam as características dos títulos de securitização, o que leva o mercado primário de títulos de securitização demonstrar ser vantajoso a uma pequena parcela de investidores. A repercussão deste fato implica na diluição do mercado secundário destes títulos, cujos demais investidores não são subsidiados com informações, evitando, assim, a comercialização dos títulos de securitização, o que pode tornar este mercado inativo e ilíquido (Pagano & Volpin, 2008).

Como forma de evitar que isso aconteça, o departamento do tesouro norte-americano vem, desde 2009, solicitando alterações nas normas a fim de que todas as agências de *rating* sejam obrigadas a utilizar o mesmo padrão de avaliação da qualidade do crédito como forma de elevar a utilidade da informação (Jackson, 2010). No Brasil, este padrão ainda não foi definido.

Ainda que a estrutura utilizada pela securitização busque minimizar a exposição dos investidores ao risco, é possível destacar que o risco ainda está presente, mesmo que em níveis discretos. Quanto aos formatos de entidade securitizadoras, é atribuído menor risco aos títulos de renda fixa emitidos pelas companhias securitizadoras, pelo fato de que estes investimentos não são atrelados às dívidas da entidade securitizadora e não podem absorver perdas superiores ao valores que investiram (Caminha, 2007). Entretanto, as cotas dos FIDCs podem representar um risco mais elevado aos seus investidores, visto que a remuneração destes títulos depende da solvência do fundo. Desta forma, a minimização do risco é importante para o equilíbrio da securitização.

#### 2.1.5.1 Mecanismos de Proteção Contra o Risco de Crédito na Securitização

A fim de reduzir os custos de captação, as entidades securitizadoras buscam alternativas para viabilizar boas notas de crédito (Ernst Young, 2014). Contudo, a análise da qualidade do crédito e o acompanhamento da economia não são suficientes para garantir o afastamento dos riscos no processo de securitização (Kiff & Kissler, 2014). Para isso, é comum o uso de elementos reforçadores de crédito com a finalidade de reduzir os riscos envolvidos, em especial o risco de crédito, e, assim, oferecer aos investidores maior segurança às suas aplicações de recursos.

A securitização utiliza práticas de fortalecimento da qualidade creditícia, como forma de alinhar o nível de risco dos títulos de securitização à capacidade de absorção de riscos pelos investidores (Pinheiro, 2008). Para isso, é efetuado reforço de crédito, sendo este, segundo a CVM (2014), conceituado como “qualquer mecanismo que aumente a qualidade de crédito de um título e, como consequência, reduza o risco de crédito ao qual o investidor está exposto”. Entre as principais formas de reforço de crédito, encontra-se a prática da participação do cedente dos recebíveis na estrutura securitizadora, sendo detentor de interesses residuais, caracterizado por participação subordinada (Barth & Landsman, 2010, Jackson, 2010, Kiff & Kissner, 2014, Pinheiro, 2008). Esta participação tem o objetivo de motivar o cedente a monitorar os créditos em virtude da manutenção de um interesse econômico e de colocar em securitização recebíveis que cumpram sua função dentro desta estrutura, visto que, caso ocorram perdas, a entidade originadora será afetada.

No Brasil, a coobrigação mediante aquisição de cotas subordinadas pelos cedentes dos ativos é a prática de reforço de crédito mais comum entre os FIDCs (CVM, 2014). Chen, Liu e Ryan (2008) destacam que os originadores dos créditos, geralmente, sabem mais sobre os riscos de crédito (mas não os riscos de mercado, tais como risco de taxa de juro e risco de pré-pagamento) dos ativos securitizados do que os potenciais compradores de títulos de securitização. Sendo assim, este é um incentivo para que os originadores retenham uma parcela dos riscos da operação de securitização.

Contudo, ainda que a retenção de interesses residuais pelo originador seja uma forma de mitigar o risco do investidor, os investidores possuem dificuldade de analisar a extensão destas retenções, a fim de identificar qual o nível de proteção que existe sobre os investimentos em securitização. Esta dificuldade ocorre em duas perspectivas, sendo uma delas relativa à verificação da qualidade creditícia, quando da geração dos recebíveis utilizados no lastro do investimento. Outro elemento que leva à dificuldade de análise do investimento reside no fato de identificar os riscos que a securitizadora passa a assumir após a cessão do ativo pelo originador (Barth & Landsman, 2010). Esclarecimentos sobre estas questões são, portanto, uma exigência que atua como forma de sinalização ao mercado de que a entidade securitizadora confere segurança aos investidores (Gorton & Souleles, 2005).

Com a deflagração da crise financeira em 2007, passou-se a questionar sobre o conflito de interesse entre os originadores e investidores, intensificando as discussões sobre a necessidade de ampliar as práticas de reforço de crédito na securitização. Conforme a CVM (2014), a retenção de risco começou a ser considerada como o principal mecanismo para inibir a adoção de critérios frágeis na concessão de crédito, por parte dos originadores.

Esta preocupação foi elevada pelo fato de que critérios frouxos na concessão de crédito tendem a aumentar o volume de recebíveis “podres”, principalmente quando a comercialização destes ativos é simplificada pela securitização. Esta situação faz com que o mercado de securitização seja influenciado, visto que, segundo Akerlof (1970) os custos da desonestidade afeta a forma como o mercado avalia os produtos financeiros.

Considerando esta situação, os investidores passaram a não possuir confiança sobre os títulos de securitização, visto que não podiam medir com eficiência o risco atrelado ao investimento e, assim, elevou-se o receio de serem surpreendidos com uma nova crise (Schwarcz, 2009).

Como forma de afastar as situações de risco moral nas estruturas de securitização, órgãos regulamentadores norte-americanos e europeus, comandados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), desenvolveram normas tornando obrigatórias as práticas de retenção de riscos pelos originadores (Kiff & Kissler, 2014, Guo & Wu, 2014). Estas normas estão amparadas pelo relatório *Global Developments in Securitisation Regulation*, efetuado em 2012 pela *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), com sugestões de reformas globais, especificamente sobre a atuação da securitização, que evitem a deflagração de outra crise financeira, como ocorreu em 2007. Estas sugestões recomendam que os reguladores de cada país devem avaliar e formular abordagens que alinhem incentivos dos investidores e dos securitizadores, incluindo, quando apropriado, a retenção mandatória de riscos, assim como a indicação clara dos elementos da sua abordagem (CVM, 2014).

Nos Estados Unidos, a Reforma *Dodd-Frank Wall Street*, baseada no relatório da IOSCO, determina que os cedentes de créditos para estruturas de securitização devem reter ao menos 5% do risco, ainda que existam críticas sobre a efetividade deste percentual para todo e qualquer ativo securitizado.

Brown (2010) explica que a emissão desta norma busca determinar padrões de equilíbrio para o mercado a partir da realocação do risco, impedindo que os investidores assumam parcela significativa das possíveis perdas. Isto reforça o conceito de Akerlof (1970), quando afirma que o originador possui melhores informações e que estas não são disponibilizadas ao mercado.

Schwarcz (2009) complementa explicando que a retenção de risco pelo originador, antes mesmo da definição da sua obrigatoriedade, já era uma prática comum nas estruturas de securitização de créditos comerciais. Destaca-se que, apenas os créditos imobiliários utilizavam este recurso em menor proporção diante da possibilidade de alienação fiduciária dada como garantia nesta modalidade de securitização.

Porém, esta medida passa a ser questionada no sentido de que a retenção obrigatória de riscos pode resultar na redução da transparência de informações, gerando assimetria informacional, afetando por consequência a utilidade da informação (Jackson, 2010). Ou seja, ao invés de serem definidas políticas rígidas sobre a evidenciação de informações, assume-se que estas não são realizadas como deveriam e criam-se recursos alternativos para elevar a confiança do mercado. Landsman, Peasnell e Shakespeare (2010) também defendem a ineficiência da obrigatoriedade de retenção de riscos pelo originador. Estes pesquisadores relatam que os custos de retenção são elevados e, que, portanto, os originadores não tem capacidade de cobrir todos os riscos envolvidos.

Como forma de viabilizar a cobertura dos riscos presentes na securitização, opta-se pelo uso de garantias implícitas pelos originadores à entidade securitizadora. Isto porque constata-se que as avaliações efetuadas pelos investidores não diferenciam os riscos dos ativos securitizados em função da sua classificação no balanço patrimonial, mas sim, em relação às garantias oferecidas pelo originador (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008).

Os contratos implícitos são acordos que o originador deve aumentar o valor dos ativos na SPE quando estes atingirem baixo desempenho. Estes acordos podem prever que os originadores fornecerão garantias contribuindo com os ativos da SPE pela recompra destes a valor justo, por meio da compra de ativos da SPE a um preço maior do que seu valor justo, pela troca de ativos inadimplentes por ativos de melhor qualidade e proporcionando aumento de crédito ou outro recurso além das exigências contratuais (Chen, Liu & Ryan, 2008).

Os contratos implícitos são amplamente utilizados como forma de reduzir os custos de falência. Porém, neste caso, é também comum que os investidores não possuam informações suficientes para avaliar a capacidade do originador em honrar as garantidas ofertadas (Gorton & Souleles, 2005).

No Brasil, a CVM efetuou estudo a fim de identificar se a adoção compulsória da retenção de risco, de no mínimo 5%, pelo originador mediante aquisição de cotas subordinadas, conforme recomendação da IOSCO, colabora com o equilíbrio do mercado de securitização. Este estudo aponta que as estruturações de securitização são efetuadas, em sua grande parte, por meio de diversos instrumentos de proteção. Inclusive, identificou-se que a retenção dos riscos pelo originador de créditos utilizados pelos FIDCs já é uma prática comum e que o nível de retenção, normalmente, ultrapassa o percentual sugerido pelos órgãos internacionais. Também foi verificado que nas companhias securitizadoras, apesar de não ser possível o uso da subordinação, são utilizados diversos meios de dissipação dos riscos, cuja ausência de garantias é fato incomum.

Por meio da análise de impacto regulatório, metodologia também utilizada pelos estudos da IOSCO, a CVM (2014) identificou, assim como Jackson (2010) e Landsman, Peasnell e Shakespeare (2010), que a obrigatoriedade de retenção de risco por meio de cotas subordinadas não elimina a possibilidade de perdas pelos investidores. Isso porque a determinação de uma participação mínima obrigatória nos risco poderia sinalizar aos participantes que esse seria o nível aceitável, trazendo motivação para os originadores ajustarem suas participações para baixo.

No entanto, é preciso enfatizar que a presença de risco não inviabiliza as estruturas de securitização. Brown (2010) explica que a existência de diferentes classes de riscos atende a diferentes expectativas de rentabilidade, sendo que no mercado de capitais existem investidores conservadores, e, outros investidores, que estão dispostos a absorver riscos mais elevados. Porém, é essencial a presença de informações que permita aos participantes do mercado a diferenciação entre os distintos títulos disponíveis e que possam aplicar seus recursos conforme as expectativas que possuem.

Como o processo de desintermediação financeira é amparado pela premissa da diluição dos riscos nas operações de financiamento, existem outras práticas de reforço de crédito que são utilizadas, entre elas, os *covenants*, a reserva de caixa e a colateralização (CVM, 2014, Ernst Young, 2014, Gorton & Souleles, 2005). Em algumas das práticas de reforço de crédito o risco fica com o originador, enquanto que em outros, o risco é repassado a terceiros.

Os *covenants* são cláusulas contratuais, que protegem o interesse do investidor em valores mobiliários, sendo estabelecidas condições que não devem ser descumpridas. Caso estas cláusulas não sejam atendidas, o investidor tem o direito de antecipar o resgate do seu investimento. A colateralização pode ser conseguida por meio da garantia de realizar apoio à entidade securitizadora fornecendo proteção aos investidores contra perdas de crédito. O excesso da caução representa o montante pelo qual o valor nominal dos ativos transferidos excede o valor dos títulos mobiliários emitidos pela entidade de titularização (Ernst Young, 2014). A reserva de caixa ou excesso de *spread* é outra maneira de melhorar a proteção de crédito por meio de estruturas de securitização, sendo emitidos títulos que pagam uma taxa de juros mais baixa do que os ativos subjacentes que servem como garantia (Ernst Young, 2014).

Assim, a elevação da qualidade das informações sobre os processos de securitização permite que mais investidores tenham acesso aos títulos destas estruturas, o que pode ser possível por intermédio da contabilidade. Contudo, ainda que os órgãos reguladores da

contabilidade tenham buscado formas de melhorar a qualidade das informações emanadas pelas securitizadoras, atualmente, ainda não há tratamento aprofundado sobre os riscos financeiros, sendo tratado apenas de forma pontual e limitada (Souza, 2014).

A inserção de novos investidores permite que o risco possa ser diluído em mais partes, fazendo que a securitização obtenha mais um reforço contra possíveis perdas (Brown, 2010). Assim, a normatização contábil deve ser desenvolvida para acompanhar as mudanças na atuação das securitizadoras, a fim de que a essência das suas transações seja registrada e evidenciada por meio das demonstrações financeiras.

## 2.2 NORMAS CONTÁBEIS RELATIVAS À SECURITIZAÇÃO

A contabilidade objetiva fornecer informações que sejam úteis na tomada de decisões econômicas e avaliações por parte dos usuários em geral (CPC 00 (R1), 2011). Porém, a complexa rede de relacionamento entre os elementos da securitização, provoca questionamento sobre a qualidade da evidenciação contábil sobre a transparência dessas operações (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008). Brown (2010) e Cerbioni, Fabrizi & Pabonetti, (2014) relatam que a ausência de informações em uma atividade de tamanha complexidade, como a securitização, pode influenciar na decadência deste segmento. Isto porque os investidores estão se tornando, ano após ano, mais exigentes, visto que buscam ferramentas para quantificar sua aversão ao risco (Coelho & Borelli, 2012).

Em virtude do crescimento da quantidade e dos valores de operações de securitização, normas contábeis foram desenvolvidas de forma a abranger estas estruturas. O objetivo foi regular o reconhecimento e a evidenciação de informações de entidades securitizadoras para que os investidores tenham melhores condições de avaliar os custos e os benefícios dos títulos de securitização (Landsman, Peasnell & Shakespeare, 2008).

Contudo, a escrituração das operações de securitização pelas entidades que a promovem é envolta pelo dilema de representar com fidelidade o fato gerador. Esta dificuldade reside no fato das circunstâncias que interferem na cessão dos recebíveis pelo originador à entidade securitizadora.

Schwarzc (2008) relata que, diante da insuficiência de informações em um mercado, pode-se adotar três posturas: acompanhar a situação sem exigir a ampliação da divulgação de informações e aguardar o mercado realizar auto regulação; proibir, por meio de normatização, atividades que não possuam informações evidenciadas com qualidade; ou, exigir procedimentos suplementares como forma de reforço da segurança do investimento. Quanto à

auto regulação, Farhi e Cinta (2002) afirmam que não há expectativas de que a hipótese de mercado eficiente tenha condições de equilibrar o mercado de securitização.

Em relação à opção de proibir a securitização, causaria transtornos ao mercado de capitais, visto que esta estruturação possibilita alocação de recursos financeiros com eficiência. Assim, a melhor opção é criar mecanismos de proteção adicionais, contudo, sem deixar de incentivar a divulgação de informações (Schwarcz, 2008). Considerando que o mercado de securitização demonstra retomar seu crescimento, após superar os efeitos da crise financeira que ocorreu a partir de 2007, a contabilidade revestiu-se de significativa responsabilidade para o desenvolvimento desta atividade a partir da ampliação de informações disponíveis aos investidores (Deloitte, 2014).

O reforço de crédito é uma das situações que ocorrem nas operações de securitização que geram dúvidas quanto ao seu registro contábil. Isto porque não fica claro o efetivo risco que foi transferido a partir da cessão de créditos, criando dificuldade para identificar e avaliar a exposição ao risco (Favero Junior, 2014). Estas ações têm como pretensão reduzir a dependência das informações oriundas das agências de *rating*, permitindo que o mercado exerça a função de supervisionar e regular as finanças estruturadas (Jackson, 2010).

Entretanto, o registro da transferência dos créditos do originador à securitizadora deve considerar a essência deste fato e dos riscos e benefícios relativos aos ativos. Se a entidade securitizadora absorver os riscos e benefícios predominantes dos créditos securitizados, considerando as normas contábeis vigentes, o controle do crédito deixa de pertencer ao originador, e, assim, a securitizadora deve registrar estes ativos como uma transação de compra e venda. Isto implica na escrituração de uma entrada de caixa e na baixa de um recebível no patrimônio do originador, enquanto que a securitizadora deve identificar a responsabilidade sobre os riscos dos recebíveis que passaram a integrar seu ativo (Landsman, Peasnell & Shakespeare, 2010).

Contudo, se o originador realizar a cessão dos créditos para securitização e continuar responsável pelos riscos e controle do ativo cedido, o registro contábil da cessão deve corresponder a um aumento de caixa e sua contrapartida deve ser tratada como um passivo, visto que caracteriza um empréstimo. Quando isso ocorre, a securitizadora deve evidenciar em suas demonstrações financeiras que os riscos da operação foram minimizados em função da retenção pelo originador (Cerbioni, Fabrizi & Pabonetti, 2014).

Assim, percebe-se uma natureza dicotômica em que a securitização figura como compra de ativos ou como entidade que fornece financiamentos mediante garantias. Esta

dualidade é subsidiada pelas normas contábeis vigentes que contemplam apenas estas duas possibilidades (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008).

Contudo, Landsman, Peasnell e Shakespeare (2010) afirmam que esta dualidade na forma de registro contábil das transações de securitização não é suficiente para retratar aos usuários da informação a essência econômica existente nestas transações. Isto ocorre devido a possibilidade de uso de garantias implícitas que podem modificar o nível de risco assumido pelo investidor, sem que as mesmas sejam transparecidas pelos relatórios contábeis.

As discussões sobre a evidenciação das práticas de securitização referem-se a aspectos mais específicos desta atividade, como por exemplo, se as ofertas privadas devem oferecer o mesmo nível de informação das ofertas públicas, as divulgações que deveriam ser efetuadas quando da emissão de títulos ao mercado, se as divulgações atendem aos investidores no momento da aquisição dos títulos e quais informações devem ser efetuadas em caráter contínuo até que ocorra a quitação do título de securitização (Jackson, 2010). Espera-se que a normatização contábil regule a emissão de informações que permitam a criação de valor aos investidores e, assim, instaure um ambiente de confiança ao mercado de securitização.

Deve-se destacar que os investidores tem adotado a postura de avaliar as garantias implícitas (como a aquisição de cotas subordinadas) como uma ferramenta de reforço de crédito. Assim, estes tem adotado a postura de avaliar os investimentos de securitização como se fossem empréstimos, ainda que a contabilidade retrate uma operação de venda de ativos (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008, Landsman, Peasnell & Shakespeare, 2010).

Assim, a contabilidade deve reconhecer que a essência da operação deve prevalecer quanto ao registro contábil. Caso o *sale accounting* não seja realizado, em função de existir outras garantias implícitas, este registro permite que a securitizadora seja resguardada do risco de falência do originador, por ser considerada a inexistência de um *true sale* jurídico efetivo (Favero Junior, 2014).

De acordo com Cheng, Dhaliwal e Neamtiu (2008) existem dois fatores que colaboram com a assimetria informacional nas atividades de securitização. Uma delas é o fato de que não há evidências sobre os riscos associados aos ativos securitizados que são transferidos para os investidores como forma de garantir segurança ao investimento. Sabe-se que as securitizações envolvem transferências de controle, valor e risco associados aos ativos securitizados, embora, com intensidades diferentes.

Sendo assim, podem variar de uma transferência mínima de risco até a transferência completa. Quanto mais complexa a estruturação de securitização, maior a possibilidade de aumentar a opacidade das informações, e, assim, elevar o risco dos títulos emitidos ao

mercado de capitais (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008). Outro fator, é que o mercado de securitização depende das condições gerais da qualidade creditícia o que influencia na percepção dos investidores sobre os riscos que estão atrelados aos títulos de securitização.

Destaca-se que a elevação no nível da qualidade das informações sobre a securitização influencia na regulação de capital, que também depende destas informações para definir os critérios que devem ser atendidos pelas organizações. Ou seja, o *disclosure* da securitização tem a possibilidade de influenciar políticas públicas, configurando um tema de interesse da administração pública (Jackson, 2010).

A definição de regulamentos de incentivo ou de retração de setores específicos depende das informações disponíveis sobre as atividades. Com a disponibilização de maior quantidade de informações de qualidade sobre as atividades de securitização é possível que os órgãos regulamentadores ajam policiando as práticas de mercado, sem prejudicar determinados setores em função do favorecimento de outros (Jackson, 2010).

A regulamentação possui, portanto, importante papel no equilíbrio do mercado. No entanto, antes mais nada, deve-se identificar as falhas de mercado, assim como as suas causas, a fim de que possam ser efetuadas respostas regulatórias que dissipem os problemas com eficiência (CVM, 2014, Farhi & Cintra, 2002). Em períodos passados, a ausência de regulamentação fez com que ocorressem práticas oportunistas, desmoralizando a securitização, enquanto instrumento financeiro (Brown, 2010). Para reverter esta situação, busca-se a determinação de novos padrões que evitem ações predatórias entre os agentes de mercado.

Sendo assim, o compêndio de normas sobre securitização colabora com o fortalecimento desta atividade. Até porque o registro das operações de securitização é um desafio para os contadores, visto que estas atividades mostram-se envoltas em processos complexos, cuja essência pode assumir distintas ênfases diante dos objetivos dos participantes (Ernst Young, 2014). Identifica-se, portanto, que as alterações normativas retratam a preocupação em solidificar as práticas de securitização, visto que estas demonstram possuir potencial para ser um dos pilares que sustentam o mercado de capitais, colaborando com a expansão do crédito e contribuindo com a estabilidade macroeconômica (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008).

Para tanto, as demonstrações contábeis, segundo o CPC 00 (R1), devem conter informações úteis. Isto significa que as informações precisam ser relevantes e representar com fidedignidade o que se propõe a representar. Assim, a utilidade da informação contábil-financeira é melhorada se ela for comparável, verificável, tempestiva e compreensível. Estes

critérios devem balizar a elaboração das demonstrações financeiras de todas as empresas em todas as circunstâncias, e, portanto, devem ser atendidos na divulgação do risco de crédito pelas securitizadoras.

### 2.2.1 Normatização Internacional

Sendo a securitização uma estrutura capaz de transformar recebíveis em títulos de dívida, este processo de modificação das características de ativos influencia a sua essência econômica, exigindo que sejam efetuadas divulgações adicionais àquelas que seriam suficientes caso fossem originados e liquidados sem que pertencessem a esta estruturação. Assim, compreende-se que a securitização enseja a elevação dos níveis de *disclosure* para que atenda aos seus participantes (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008).

Isto se tornou ainda mais premente após a crise do *subprime*, passando a verificar os efeitos da insuficiência de informações em atividade de elevada complexidade, assim como identificado na securitização (Schwarcz, 2008). Existe a premissa de que as entidades originadoras tendem a registrar as operações de securitização como venda de ativos, de forma que não conste no balanço patrimonial a dívida contraída por este instrumento. Esta tendência é amparada pela busca na redução do custo de capital, visto que não compromete a consecução de financiamentos por meio de instituições financeiras, potencializando as oportunidades de alavancagem financeira (Gorton & Souleles, 2005).

Entretanto, sabe-se que é incomum a emissão de títulos de securitização sem garantias dadas pelo originador, ainda que estas sejam por intermédio de contratos implícitos (CVM, 2014). Por isso, existe a preocupação da ocorrência de conflito de interesse quanto ao registro das operações de securitização e em relação à divulgação da sua essência econômica.

Devido a diversidade de formas de registros contábeis das atividades desenvolvidas pelas securitizadoras, surgiu a necessidade de que regulamentos fossem implementados a fim de determinar padrões de contabilidade para as finanças estruturadas. Esta preocupação é sustentada pela necessidade de que as informações sejam dotadas de qualidade para que a efetiva condição patrimonial, econômica e financeira das instituições securitizadoras sejam evidenciadas com fidelidade.

A *International Accounting Standards (IAS) 39 - Financial Instruments: Recognition and Measurement* foi a primeira norma internacional sobre instrumentos financeiros que abarcou critérios de contabilização das operações de securitização. Sua emissão ocorreu em 1998, com vigência a partir do ano de 2001, pelo *International Accounting Standards*

*Committee* (IASC), atual *International Accounting Standards Board* (IASB). Após algumas revisões, esta norma elegeu a detenção preponderante dos riscos e benefícios como critério de registro das operações de securitização. Portanto, se o originador dos créditos realizasse a cessão destes, mas continuasse com a responsabilidade pelos riscos e benefícios, a transação deveria ser registrada como empréstimo garantido. Caso ocorresse a cessão também dos riscos e benefícios, então a operação deveria ser tratada como venda.

Nos Estados Unidos foi emitida a *Statements of Financial Accounting Standards* (SFAS) nº 140 em 2000, pelo *Financial Accounting Standards Board* (FASB), passando a orientar quanto ao registro de ativos cedidos entre entidades. Esta norma indicou que os ativos que fossem transferidos para outra entidade poderiam ser baixados, caso o controle deste ativo passasse a ser efetuado pela entidade que estava recebendo-o. Porém, se a entidade originadora ainda tivesse controle sobre este ativo, deveria ser registrado o recebimento de recursos financeiros de modo semelhante a um financiamento convencional, cuja dívida era garantida pelos ativos indicados em contrato. Assim, identifica-se que o principal critério que determinou o registro de venda ou de empréstimo com garantias, pela SFAS nº 140, estava relacionado com a propriedade jurídica.

Antes da emissão da SFAS nº 140, poucas empresas forneciam detalhes sobre as suas securitizações. Esta situação permitiu que a securitização efetuada no território norte americano fosse viabilizada sem informações complementares sobre os riscos envolvidos. Depois da emissão desta norma, os originadores passaram a ser obrigados a divulgar separadamente, entre outros detalhes, o montante total de ativos financeiros que foram securitizados, o valor contábil de quaisquer interesses retidos e o ganho a partir de securitizações durante do ano.

Em 2002 os dois órgãos reguladores de maior prestígio no meio contábil internacional (IASB e FASB) realizaram uma parceria para o aperfeiçoamento das normas contábeis. Contudo, apesar da cessão de ativos ter sido debatida por muitos anos, os organismos de normatização não chegaram a um consenso sobre a abordagem da informação financeira para as atividades de securitização (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008).

Isto implicou em diferentes tratamentos sobre os ativos securitizados sobre a sua remoção do Balanço Patrimonial. Isto porque as normas norte americanas, por meio da SFAS nº 140, determinou que o registro de venda de ativos cedidos em securitização era permitida quando a securitizadora passasse a exercer controle sobre estes ativos, enquanto que as normas internacionais de contabilidade indicavam, até então, que o registro de venda era

permitido quando ocorresse a transferência substancial de todos os riscos e benefícios associados aos ativos utilizados nas operações de cessão.

Em 2005, a *International Financial Reporting Standards (IFRS) 7 - Financial Instruments: Disclosures* foi emitida pelo IASB, passando a congregar os requisitos de divulgação de instrumentos financeiros. Entre eles, foi enfatizado que o *disclosure* sobre estes ativos deveriam atender aspectos quantitativos e qualitativos. Estas alterações influenciaram na qualidade da informação disponibilizada pelas securitizadoras aos investidores, visto que passaram a expor com maior veracidade os fundamentos econômicos das operações de securitização (Landsman, Peasnell & Shakespeare, 2008).

Em 2009 o FASB emitiu o SFAS nº 166 que alterou o SFAS nº 140. Com a emissão desta norma houve mudanças quanto aos critérios que deveriam ser considerados no momento de registro da cessão de ativos, aproximando-se do conceito das normas internacionais, que já utilizavam a avaliação da transferência dos riscos e benefícios dos ativos cedidos. Estas alterações contém a obrigação dos bancos divulgarem demonstrações financeiras consolidadas com as SPEs que foram criadas para receber ativos em securitização e a exigência da divulgação de informações qualitativas sobre os ativos securitizados, principalmente em relação aos ativos que possuem riscos retidos pelos seus originadores.

Em março de 2009, o IASB emitiu *Exposure Draft* relativo a alterações no IAS 39 e na IFRS 7. Esta alteração propôs a alteração do critério que deve ser observado para reconhecer a transferência de ativos como venda efetiva ou como empréstimo com garantias. Além disso, foi definido o uso do valor justo nas mensurações subsequentes ao reconhecimento de ativos securitizados.

Em 2010 a *Securities and Exchange Commission (SEC)* efetuou a revisão da *Regulation AB* sendo atualizados os critérios de divulgação dos títulos lastreados em ativos. Estas análises condizem com melhores práticas de transparência para estas atividades, visto que é rara a existência de operações de securitização que mantenham os riscos atrelados unicamente ao originador, ou que seja transferido integralmente à entidade securitizadora, e, por conseguinte, aos investidores (Barth & Landsman, 2010).

Conforme Gobetti, Perdigão, Brehmer & Lopes (2010) a divulgação dos instrumentos financeiros devem permitir aos usuários das demonstrações financeiras avaliar a significância dos instrumentos financeiros em relação a posição financeira e seu desempenho perante o patrimônio e avaliar a natureza e extensão dos riscos, aos quais a entidade está exposta, assim como as práticas de gerenciamento destes riscos. Isto demanda a evidenciação de informações quantitativas e qualitativas (Souza, 2014). Portanto, espera-se que as normas contábeis

internacionais sejam cada vez mais aperfeiçoadas, a fim de criar mecanismos de registro que reflitam a essência das operações de securitização.

### **2.2.2 Normatização Brasileira**

O ambiente regulatório brasileiro exige a completa divulgação das informações sobre as quais as operações de securitização são estruturadas. Ou seja, o mercado deve ter acesso de forma pública sobre as características das atividades de securitização.

Com a ampliação do uso da securitização pelo mercado brasileiro, a CVM tem desenvolvido normas a fim de consolidar esta atividade e de melhorar o nível de informações, principalmente contábeis, emitidas por estas entidades. Além disso, a convergência das normas internacionais de contabilidade demandou mudanças no registro e no formato das evidenciações efetuadas pelas empresas, gerando maior transparência (CVM, 2011).

Em relação à evidenciação dos riscos, existem três órgãos que emitiram dispositivos normativos para a sua regulação. O BACEN normatiza apenas as instituições financeiras (Circular nº 3.678/13); a CVM, as companhias de capital aberto (ICVM nº 475/08 e ICVM nº 480/09); e, o CPC 40, todas as entidades brasileiras. Observa-se que as normas emitidas pelo BACEN são mais abrangentes, em relação às normas da CVM e do CPC, em vista do segmento financeiro ser mais afetado pelos riscos. Isso significa que a CVM e o CPC não possuem determinações com o mesmo nível de detalhamento dos controles gerenciais de risco, normalmente, efetuados pelas entidades financeiras (Souza, 2014).

A Instrução CVM nº 414, emitida em 2004, foi a primeira normatização brasileira específica sobre a representação contábil aplicada às securitizadoras. O Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2005, com determinações complementadas pelo Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2006 e Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2007, inovou ao instituir a forma de tratamento que as companhias abertas originadoras de créditos deveriam aplicar quando da securitização dos seus recebíveis. Também indicou quais procedimentos deveriam ser aplicados para efetivar a baixa destes títulos em função da cessão de direitos realizada às securitizadoras.

As securitizadoras constituídas sob a forma de companhias por ações devem seguir as normas específicas de divulgação contábil determinadas pela CVM. Os FIDCs devem emitir demonstrações financeiras anuais, conforme normas contábeis emitidas pela CVM, sendo obrigatório que estes demonstrativos sejam atestados por auditores independentes registrados na CVM. Devido as particularidades do exercício dos FIDCs, a CVM emitiu a Instrução nº

489/11 a fim de dispor critérios que estas entidades devem observar para elaborar e divulgar as suas demonstrações financeiras, de forma a registrar a essência destas atividades.

Atualmente, as principais normas brasileiras que contemplam orientações acerca da escrituração e evidenciação das operações de securitização são o Pronunciamento Técnico CPC 38 – Instrumentos Financeiros: reconhecimento e mensuração e a Instrução CVM nº 489/11, ambas amparadas nos preceitos da IAS 39. Enquanto o CPC 38 é aplicável a todas as empresas que utilizam instrumentos financeiros, a ICVM nº 489/11 regulamenta a elaboração das demonstrações financeiras dos FIDCs, complementando os critérios emanados pelos CPCs.

O CPC 38 foi aprovado em 2009 e teve sua aplicação vigente a partir do exercício de 2010. Sendo o processo de securitização considerado um instrumento financeiro, o CPC 38 abrange os critérios que devem ser considerados no registro dos fatos econômicos que influenciam o patrimônio das securitizadoras.

Os créditos gerados pelos originadores são denominados pela nomenclatura contábil como ativos financeiros. De acordo com OCPC 03 os ativos financeiros são representados por caixa e equivalentes de caixa, títulos patrimoniais de outra entidade ou direitos contratuais de receber caixa ou outros ativos financeiros (OCPC 03, Item 6, 2009).

Conforme o Item 6 do CPC 38, os instrumentos financeiros são qualquer contrato que origine um ativo financeiro para uma entidade e um passivo financeiro ou título patrimonial para outra entidade. Considerando que a securitização gera um ativo financeiro para as securitizadoras e um passivo financeiro para o originador dos recebíveis, esta operação enquadra-se como instrumento financeiro. Isto porque a cessão de direitos que transfere os créditos dos originadores à entidade securitizadora é caracterizada como uma transferência de ativos financeiros. Portanto, esta transferência deve figurar no balanço patrimonial das entidades securitizadoras sempre que as condições de reconhecimento forem atendidas.

A transferência dos créditos do originador à entidade securitizadora transforma as características deste ativo, fazendo com que passe a figurar entre os instrumentos financeiros. De acordo com o CPC 38, os recebíveis podem ser classificados pela entidade securitizadora como: mensurados pelo valor justo por meio do resultado; empréstimos e recebíveis; e, investimentos mantidos até o vencimento. Existe ainda outra classificação de instrumentos financeiros, denominada de ativos financeiros disponíveis para venda, que não pode ser utilizada pelas securitizadoras. Isto porque, conforme o parágrafo único do Art. 2º da ICVM nº 489/11, os ganhos e as perdas resultantes de ativo ou de passivo dos fundos de investimento devem ser reconhecidos no resultado do período, enquanto que os instrumentos

financeiros classificados como disponível para venda registram as suas variações diretamente no patrimônio líquido.

Os ativos financeiros classificados como mensurados a valor justo por meio do resultado podem ser subclassificados em: instrumentos financeiros mantidos para negociação e instrumentos financeiros de reconhecimento inicial pelo valor justo, que representam ativos que não são utilizados para negociação com frequência, mas que existe a possibilidade de serem negociados, e, portanto, necessitam de um enquadramento contábil específico. Contudo, ambos devem ser avaliados a valor justo por meio do resultado.

O enquadramento correspondente aos empréstimos e recebíveis é utilizado por instrumentos financeiros com rendimentos fixos ou determináveis, com duração definida e com inexistência de cotação em mercado ativo. Estes títulos possuem apenas um tipo de risco: o risco de crédito. Caso um instrumento financeiro possua outros riscos, que não seja o risco de crédito, este deve ser classificado como mensurado a valor justo por meio do resultado. A mensuração dos empréstimos e recebíveis após o reconhecimento inicial deve ser realizada pelo custo amortizado.

Os ativos financeiros classificados como mantidos até o vencimento possuem rendimentos fixos ou determináveis, duração definida e cotação em mercado ativo. Como a própria denominação sugere, o fundo tem a intenção positiva, habilidade e capacidade financeira de mantê-los até o vencimento. A mensuração destes ativos deve ser efetuada pelo custo amortizado.

Identifica-se que o objetivo do modelo de negócio do fundo é o fator que define a classificação a ser adotada para o ativo financeiro e, por consequência, sua mensuração (CVM, 2011). O item 6 do CPC 40 determina que, em relação à classificação das características dos instrumentos financeiros, a entidade deve fornecer informação suficiente para permitir conciliação com os itens apresentados no balanço patrimonial.

O CPC 38, em seu Item 18, identifica duas situações como forma de distinguir os fatos que geram transferência de ativos financeiros. Uma delas é a transferência dos direitos contratuais de receber os fluxos de caixa do ativo financeiro e a outra ocorre com a retenção dos direitos contratuais de receber fluxos de caixa do ativo financeiro, mas assume a obrigação contratual de pagar os fluxos de caixa a um ou mais destinatários. Portanto, identifica-se que a securitização de créditos atende o critério de reconhecimento do ativo financeiro pela securitizadora, visto que o fluxo de caixa que ocorrerá futuramente deixa de pertencer ao originador para compor o patrimônio da entidade securitizadora.

Porém, a transferência de ativos financeiros pode ser caracterizada de formas distintas, visto que pode existir a retenção dos riscos pelo originador ou haver a transferência completa à securitizadora que passa a se responsabilizar tanto pelo fluxo de caixa futuro, assim como pelo risco de inadimplência. Existe ainda uma terceira situação que ocorre quando o risco de crédito é transferido à securitizadora, mas o originador oferece outras formas de reforçar as garantias dos ativos securitizados. A distinção entre estas modalidades de registro figuram o principal desafio da contabilidade, em relação as atividades de securitização, principalmente quando existem contratos implícitos (Gorton & Souleles, 2005).

O Item 15 do CPC 38 elenca os critérios que devem ser observados para que os registros contábeis sejam compatíveis com a essência dos fatos. *A priori*, deve-se observar a existência da retenção substancial ou a transferência substancial dos riscos e benefícios sobre os ativos financeiros cedidos. Se for constatada a retenção substancial dos riscos e benefícios, a transferência será reconhecida no originador mediante a inclusão de um passivo financeiro, configurando um empréstimo com garantia. Quanto mais relevante a participação do originador na garantia dos títulos de securitização, mais evidente que a operação é caracterizada como um empréstimo garantido (Gorton & Souleles, 2005). Se ocorrer a transferência substancial dos riscos e benefícios, o cedente deve baixar o ativo financeiro, visto que a operação corresponde a uma venda.

Na securitização, a aquisição dos riscos e benefícios pelas securitizadoras, conforme o Art. 4º da Instrução CVM nº 489/11, refere-se ao nível de exposição do fundo à variação dos fluxos de caixa esperado associado ao direito creditório securitizado. Quando a exposição é relevante, compreende-se que existe retenção substancial dos riscos e benefício. Contudo, quando a ocorrência de inadimplência pelos devedores dos recebíveis não afeta o fluxo de caixa, em função de possuir fontes garantidoras, o fundo não detém a retenção substancial dos riscos e benefícios. Destaca-se, inclusive, que as garantias ofertadas pelo originador não precisam estar expressas em algum contrato para ser considerada a retenção de riscos e benefícios. Basta que haja compromisso ou interesse em garantir a operação (CVM, 2011).

Porém, se não for possível identificar se existe a substancial retenção ou transferência dos riscos e benefícios, deve-se então observar o controle como requisito de reconhecimento. Como controle, o Item 16 do CPC 38 identifica aquele que recebe a transferência e tiver capacidade prática para vender o ativo na sua totalidade a um terceiro não relacionado e for capaz de exercer essa capacidade unilateralmente, sem necessitar impor restrições adicionais sobre a transferência. Portanto, se o controle for mantido pela entidade cedente, deve-se considerar os mesmos critérios da retenção substancial dos riscos e benefícios, reconhecendo

um passivo financeiro. Mas, se o controle for passado para a entidade securitizadora, o cedente deve baixar o ativo financeiro transferido, como se houvesse a cessão substancial dos benefícios e riscos.

A Instrução CVM nº 489/11 realiza orientações acerca da transferência de ativos no mesmo sentido do CPC 38, apresentando, contudo, como a aplicação dos conceitos é realizada especificamente às atividades de securitização efetuadas pelos FIDCs. Esta norma estabelece, em seu Art. 3º, que os ativos securitizados devem ser segregados em dois grupos, sendo que um deles deve representar as operações com aquisição substancial dos riscos e benefícios e o outro grupo deve indicar as operações sem aquisição substancial dos riscos e benefícios. Os administradores são responsáveis por avaliar as condições estabelecidas pelas operações de securitização e, assim, determinar a classificação dos ativos, conforme orientação da Instrução CVM nº 489/11. Para isso, devem divulgar os critérios que utilizaram a fim de que possam ser passíveis de verificação.

Como indicativo de operações com aquisição substancial de riscos, a Instrução CVM nº 489/11 exemplifica a existência de operação que conste cessão incondicional de uso do direito creditório ou o poder de revender estes ativos pelo valor justo. Entre os formatos de cessão que figuram a aquisição não substancial de risco, a norma relata situações como em que a entidade securitizadora somente pode revender os ativos a preço fixo ou com remuneração pré-estabelecida, a cessão de direitos creditórios acompanhada de operações com derivativos ou seguros, a existência de garantias de compensação de perdas pelo originador (inclusive com a aquisição de cotas subordinadas) e se houver a contratação de demais mecanismos pelo originador, com o intuito de mitigar a exposição ao risco de mercado ou de crédito. O importante a ser destacado nessa classificação é a cessão perfeita, efetiva e completa dos créditos, não apenas formal, mas principalmente econômica (CVM, 2011).

Destaca-se a possibilidade de existir a aquisição de risco sobre uma parcela da operação de securitização. De acordo com o Art. 7º da Instrução CVM nº 489/11, deve-se registrar corretamente a proporção dos ativos cujos riscos e benefícios foram transferidos para o fundo em conta contábil representativa desta situação e a parcela da operação em que não existe aquisição dos riscos deve ser registrada em conta contábil que represente este fato. Isto porque, considera-se que pode existir “a retenção de alguns riscos e benefícios de propriedade do direito creditório, mas não substancialmente todos, de forma que o fundo também passe a adquirir outros riscos e benefícios de propriedade do direito creditório objeto da operação” (Art. 7º ICVM nº 489/11). Nestes casos existe a necessidade de realizar uma análise

quantitativa para definir a proporção correta entre a retenção e a transferência dos riscos e benefícios (CVM, 2011).

Quando a aquisição de riscos e benefícios pela securitizadora levá-la a situações de perdas, estas devem ser registradas no período em que ocorrerem (Art. 11, ICMV nº 489/2011). Como forma de mensuração, os ativos securitizados podem ser avaliados pelo custo ou pelo custo amortizado. Caso seja escolhido o método do custo amortizado, o fluxo de caixa deve ser estimado em base individual ou coletiva, considerando as expectativas para perdas, caso existam (Art. 15, ICVM nº 489/11).

Os administradores do fundo são responsáveis por efetuar esta classificação e devem evidenciar os critérios utilizados como base de julgamento. Esta norma ainda indica o uso da metodologia do nível de exposição do fundo à variação do fluxo de caixa esperado, devendo haver controles contábeis analíticos ou extra contábeis sobre o valor original dos títulos contratados em cada operação.

Outro fator que deve ser observado pela securitizadoras, é a necessidade de consolidação das demonstrações financeiras quando for verificado que existe a relação de controle de uma empresa sobre a entidade securitizadora. De acordo com Iudícibus et al. (2010), são raros os casos em que não será exigida a consolidação, visto que a maioria das estruturas de securitização possuem a característica de financiamento.

É imprescindível que os procedimentos adotados na construção dos relatórios financeiros sejam objeto de divulgação em notas explicativas, descrevendo as evidências utilizadas pela administração na definição do tipo de operação de securitização, e, conseqüentemente, a decisão sobre consolidar a entidade securitizadora (Iudícibus, et al., 2010). Nas notas explicativas dos FIDCs, conforme o Art. 17 da ICVM nº 489/11, devem constar as seguintes informações acerca dos direitos creditórios securitizados:

- a descrição das características dos direitos creditórios e seu valor contábil, segregados em com e sem aquisição de risco e benefícios;
- informação sobre os critérios, metodologias e avaliações que conduziram à conclusão acerca da classificação da retenção ou não dos riscos e benefícios;
- descrição das práticas de gerenciamento dos riscos de créditos, de liquidez e de juros;
- informação sobre a taxa de juros praticada em cada operação;
- a influência da coobrigação dos cedentes dos créditos;
- divulgação dos créditos readquiridos e substituídos pelos cedentes e os respectivos motivos;

- garantias do fundo;
- divulgação das carteiras vencidas por devedor e a relação com os valores não vencidos;
- provisão para perdas por redução no valor de recuperação, assim como os critérios de avaliação e constituição da provisão e os procedimentos de acompanhamento das carteiras;
- as reclassificações, caso houver, e seus respectivos motivos; e,
- informação sobre a política e os riscos do uso de derivativos, caso houver.

Estas divulgações devem ser efetuadas de forma complementar a evidenciação requerida pelo CPC 40 – Instrumentos financeiros: evidenciação. Ou seja, além de atender os critérios da norma contábil sobre evidenciação de instrumentos financeiros, os FIDCs devem aprofundar o nível de *disclosure*, conforme os requisitos da ICVM nº 489/11.

### **2.2.3 Disclosure da Securitização**

A escassez de informações pode influenciar o conceito que os investidores possuem a respeito do mercado de capitais (Dantas et al., 2005). Isto pode causar temor, afastamento do mercado de capitais ou afetar a racionalidade dos investidores, culminando na alocação ineficiente de recursos, assunção dos riscos e elevações das perdas, enfraquecendo a atuação do mercado de capitais (Carvalho, 2012). Em vista disso, as normas de contabilidade atuam considerando que os investidores dependem de informações adequadas para que possam mensurar as incertezas sobre os fluxos de caixa da entidade (CPC 00 (R1), 2011). Em vista do risco de crédito afetar diretamente o fluxo de caixa das securitizadoras, este mostra-se como uma informação essencial aos investidores.

Com a crise financeira ocorrida a partir de 2007, foi possível identificar que os investimentos em títulos de securitização não podem ser adquiridos com base no senso comum. Devido as suas particularidades, é imprescindível a existência de discernimento e clareza para aplicar capital nesta modalidade de investimentos (Schwarcz, 2009). No entanto, a divulgação acerca de instrumentos financeiros não tem atendido aos requisitos mínimos de divulgação (Malaquias, 2008, Shinzato, 2011).

Ao analisar os entraves do desenvolvimento da securitização, é destacado o receio dos investidores em participar desta estrutura, ainda que amparada por diversos meios de mitigação dos riscos. Entre os entraves, encontra-se a assimetria de informação, ainda que

este problema não seja restrito à atividade de securitização. Para Souza (2014) existe a necessidade de que as divulgações sobre os níveis de riscos sejam expandidas para todas as atividades, mas em especial, àquelas com investimentos em instrumentos financeiros. Abraham e Cox (2007) convergem neste conceito, indicando que a ausência de informações sobre o risco financeiro causa assimetria de informação.

Para que esta situação seja eliminada, ou, ao menos minimizada, foram criados regulamentos que determinam o *full disclosure* como ferramenta que permite aos investidores acesso às informações relevantes de apoio às suas decisões, por meio de relatórios financeiros, buscando eliminar os conflitos de interesse (Dantas et al., 2005). Contudo, os requisitos de divulgação sobre o risco de crédito pela normatização é insuficiente para retratar os problemas que as entidades podem enfrentar (Souza, 2014). Além disso, Shinzato (2011) destaca que o nível de *disclosure* do risco de crédito por empresas brasileiras ainda não atende aos requisitos normativos, ainda que tenha melhorado ao longo dos últimos anos, em razão da ampliação do aparato normativo de evidenciação contábil.

A importância da divulgação do risco pelas securitizadoras ocorre devido a possibilidade de proteção aos investidores, cujos aspectos relevantes dos títulos devem ser evidenciados de forma plena e justa (Schwarcz, 2008). Isto ocorre, segundo Agarwal, Chang e Yavas (2012) e Brown (2010), devido os originadores possuírem mais informações sobre os créditos securitizados que o mercado, permitindo que alguns destes originadores atuem de forma inescrupulosa. Nestes casos, os originadores realizam a cessão de recebíveis com baixa qualidade creditícia, em detrimento dos investidores que adquirem títulos lastreados nestes ativos.

Ao reconhecer esta possibilidade, o mercado passa a avaliar estes investimentos com cautela, que somada à falta de informações que permitam identificar quais títulos são compostos por “carteiras podres”, leva ao desenvolvimento da seleção adversa. Segundo Schwarcz (2009), a crise do *subprime* levou o mercado a perceber que suas práticas de análise de riscos e de potenciais perdas eram ineficientes e que não possuíam acesso às informações que poderiam elevar a qualidade dessa avaliação. Assim, o sigilo estratégico, utilizado como justificativa para a ausência de informações, passou a ser questionado pelo mercado (Souza, 2014).

Entretanto, a assimetria de informações pode ser sanada por meio da existência de órgãos que atuem na implementação de normas que indiquem as informações necessárias ao mercado de capitais (Cardoso, Mendonça Neto & Riccio, 2004). Ainda que existam críticos da evidenciação compulsória de informações sobre os processos de securitização, amparados

pela teoria da racionalidade limitada dos investidores, as evidências demonstram que o uso de informações detalhadas mediante análises efetuadas com profundidade, permite que o mercado conheça as características efetivas dos títulos de securitização (Brown, 2010). A ampliação da divulgação de informações sobre a securitização permite aos investidores estar preparados para assumir os riscos dos investimentos que efetuarem.

O mercado de valores mobiliários brasileiro adota como princípio fundamental o *full disclosure*, baseado no modelo norte-americano que defende a transparência como fator de fortalecimento deste mercado. Esta posição passou a ser adotada pelos Estados Unidos a partir do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934 que defendeu a oferta de informações ao mercado e criou a SEC. Este órgão, com seu modelo de transparência, foi copiado por diversos países na Europa ocidental e em países latino-americanos, inclusive o Brasil, que efetuou a instalação da CVM conforme os parâmetros norte americanos.

O princípio da transparência possui o conceito de que o acesso a informações sobre os valores mobiliários e as respectivas entidades que o emitem são essenciais para que os investidores tenham condições satisfatórias de decidir sobre as possibilidade de investimento ofertadas no mercado. A disponibilidade de informações sobre as organizações torna as operações mais seguras e inibe atos fraudulentos (Porto, 2015).

Assim, informações públicas ofertadas com periodicidade permite a comparação entre as securitizadoras, o que motiva a concorrência entre elas e, assim, eleva a qualidade das operações, em virtude de que, a fim de atrair investidores, são desenvolvidas melhores taxas de risco e retorno. Como a taxa de remuneração possui um limite, em visto do que é praticado no mercado, as vantagens apresentadas ao investidor da securitização passam a ser o nível de risco que estes títulos possuem (CVM, 2014).

Contudo, a pesquisa desenvolvida pelo *Committee on Capital Markets Regulation* (CCMR) no período pré-crise evidenciou que as securitizadoras não disponibilizavam informações obrigatórias, ainda que estas informações fossem decisivas aos investidores e que as informações sobre os créditos utilizados no lastro dos investimentos não eram atualizadas conforme a quitação dos recebíveis. O estudo defende que a SEC deveria desenvolver uma normatização eficaz, visto que as práticas de divulgação de informações acerca da securitização é insuficiente para que sejam efetuadas análises sobre os riscos dos títulos desta estrutura. Após o período de crise, os resultados da pesquisa realizada pelo CCMR colaboraram com o entendimento de que a impossibilidade de identificação de ativos de baixa qualidade creditícia contribuiu com a deterioração generalizada dos mercados imobiliários. (Jackson, 2010).

No Brasil, a CVM tem o papel de garantir que as entidades emissoras de títulos disponibilizam informações, possibilitando a instalação e permanência de um sistema de *disclosure* que atenda os participantes do mercado de capitais. As primeiras regulamentações sobre os títulos de securitização foram elaboradas de forma a restringir a assimetria de informações, enfatizando o intuito de prover informações aos investidores para a correta tomada de decisões, bem como para proteger a integridade do mercado. Além disso, ao longo dos anos, a regulamentação da CVM foi sendo aperfeiçoada, ampliando-se os dispositivos e acompanhando as mudanças observadas na atuação das entidades securitizadoras (CVM, 2014).

Entre as medidas instauradas para garantir a transparência das companhias, a CVM determina como obrigatório o registro dos valores mobiliários para que possam ser negociados publicamente, a necessidade de intermediários, de auditoria etc. Contudo, o registro efetuado pela CVM não representa a qualidade do investimento, pois, apenas tem a função de regular a cessão de informações acerca do título que será negociado. A partir da disposição das informações sobre o valor mobiliário, e, sobre a entidade que o emitiu, o investidor tem condições de avaliar os investimentos disponíveis conforme suas expectativas de remuneração.

De acordo com a ICVM nº 480/09, as securitizadoras constituídas por companhias abertas devem informar trimestralmente a existência de garantias e coobrigações em relação aos créditos que lastreiam cada emissão de CRI; *loan to value* médio da carteira, quando aplicável; demonstrar os devedores dos créditos e coobrigados que representem mais de 20% da carteira; o valor de aquisição dos créditos vinculados, as taxas médias e seus indexadores; a inadimplência e os créditos pagos antecipadamente. Estas companhias ficam sujeitas ao regime informacional de companhias abertas, com obrigatoriedade de publicação das demonstrações financeiras, cujo informe trimestral deve ser avaliado pela auditoria. A utilização deste formato jurídico tende a aumentar o cuidado e a governança dessas entidades, inclusive na sua política de aquisição de ativos (CVM, 2014).

Em relação aos FIDCs, existe a exigência, determinada pela ICVM nº 356/01, de que o administrador deve elaborar relatório trimestral, disponibilizado de forma pública, sendo indicados os critérios de concessão de crédito adotados pelos originadores, caso estes representem individualmente 10%, ou mais, da carteira do fundo e que não estejam prescritos no regulamento do fundo. Isto representa que a transparência sobre os créditos utilizados pelo originador dos recebíveis que lastreiam as cotas de FIDCs disciplina estas estruturas, de forma a reduzir a assimetria de informações (CVM, 2014).

Como forma de elevar o conhecimento sobre os títulos emitidos pelas securitizadoras, exige-se a apresentação do termo de securitização de créditos. Este documento é público e obrigatório para cada série, cuja função é esclarecer aos investidores, dentre outras informações, dados sobre os devedores, as características dos créditos vinculados, os títulos emitidos e os reforços de crédito, conforme definido pela Lei nº 9.514/97 para as securitizações imobiliárias. Ou seja, é um informativo sobre as características dos créditos que lastreiam os investimentos, colaborando com a tomada de decisão dos investidores. Isso favorece a redução de assimetria de informações, evitando que os investidores apliquem recursos em títulos com elevado nível de risco, sem que tenham esta intenção (CVM, 2014).

A veracidade das informações prestadas é responsabilidade dos administradores das organizações que emitem títulos. Como forma de garantir a credibilidade às informações emitidas pelas entidades emissoras, foram desenvolvidos conjuntos de normas que delimitam o formato destas informações, entre elas, a exigência de auditoria externa. Os administradores dos FIDCs tem ainda a obrigação de entregar mensalmente à CVM um documento com informações acerca da posição patrimonial do mês. O prazo para envio é de 15 dias após a data de encerramento do mês.

Ainda que em algumas securitizações não haja a explícita retenção do risco pelos originadores, as securitizadoras devem buscar formas de sinalizar aos investidores que estas operações possuem garantias (Landsman, Peasnell & Shakespeare, 2010). Devido a simplificação no registro contábil das operações de securitização, cujas normas determinam apenas duas possibilidades de classificação de riscos, os usuários passam a depender de informações mais detalhadas por meio das notas explicativas e demais divulgações que a entidade securitizadora efetua (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008).

A ausência de divulgações detalhadas sobre as operações de securitização pode ser o fato gerador da assimetria de informação. Os investidores especializados em securitização podem obter informações com menores custos, diferentemente dos investidores menos experientes, cujos custos de análise podem levar a inviabilização deste tipo de investimento (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008).

Ainda que a regulamentação exerça papel de influência nas práticas de *disclosure*, supervisionando a relação entre organizações e investidores, o mercado de capitais pode realizar a regulação das atividades de forma complementar às normas. Contudo, para que isso ocorra, o mercado de capitais depende do acesso à informações de qualidade. Por este motivo, as normas contábeis são essenciais para que o mercado de capitais efetue sua função de

regulação, colaborando com a disciplina das atividades efetuadas pelas organizações (Barth & Landsman, 2010).

As mudanças das regulamentações relativas a atuação das securitizadoras devem ser baseadas na ampliação de maior contingente de investidores, desmistificando a estruturação da securitização, a fim que o desenvolvimento deste instrumento financeiro possa ser baseado em princípios de transparência e segurança (Brown, 2010). A contabilidade, enquanto ciência que se dedica ao fornecimento de informações, a fim de subsidiar decisões, deve efetuar sua função de forma a colaborar com a evidenciação da essência das estruturas de securitização, conferindo maior segurança à escolha dos investimentos e potencializando a securitização no mercado de capitais.

Ainda que a regulamentação exerça a principal influência na definição dos formatos de divulgação de informações que os investidores requerem, é importante destacar que, Keys et al. (2008) alerta que apenas seguir os padrões definidos em normas não é suficiente para garantir que os investidores sejam providos com informações suficientes. É preciso que as securitizadoras evidenciem todas as informações materiais sobre suas estruturas, ainda que não sejam de divulgação obrigatória. Deve-se garantir que a evidenciação seja feita de forma que transpareça a essência das operações e, assim, permita que os usuários externos tenham condições de avaliar as opções de investimentos.

### 2.3 ESTUDOS CORRELACIONADOS

Os estudos sobre securitização estão se expandindo, e, atualmente, é possível encontrar tanto no âmbito internacional como também nacional, pesquisas que abordam esta estrutura em diversas perspectivas.

Contudo, no Brasil, ainda são escassas as pesquisas sobre a atuação contábil em relação às operações de securitizações. Entre os estudos brasileiros acerca da relação entre a contabilidade e a securitização encontram-se as pesquisas efetuadas por Baigorri (2014), Câmara (2012); Catão (2006); Favero Junior (2014); Feraboli; (2014); Fernandes, Sheng e Lora (2014) e Santos (2013).

Baigorri (2014) investigou se as operações de securitização aumentam o *risk taking* de instituições financeiras. A análise dos resultados permitiu concluir que há evidências empíricas sobre esta relação. Esta conclusão foi reforçada pelo conceito da teoria da intermediação financeira que subsidia o fato de que, nas situações em que as instituições financeiras geram créditos que serão transferidos a terceiros, há o uso de políticas financeiras

mais flexíveis. Foi avaliado, inclusive, que esta relação não é alterada caso haja ou não coobrigação por parte do cedente quanto ao risco de crédito.

Com a finalidade de avaliar a existência de gerenciamento de resultado, Câmara (2012) investigou a influência da securitização nos resultados obtidos por instituições financeiras no período de 2002 a 2010. Este estudo encontrou resultados alinhados à pesquisas internacionais, sendo constatado que o ganho com securitização é uma forma de gerenciar resultados devido a flexibilidade das normas contábeis, até então vigentes no Brasil.

Configurando a primeira pesquisa na área contábil com o tema securitização, Catão (2006) verificou a existência de relação entre as operações de securitização de recebíveis e os índices de alavancagem, liquidez e qualidade na carteira de crédito de bancos brasileiros, cuja avaliação foi realizada em 10 instituições financeiras no período de 2001 a 2005. Os resultados demonstraram que todos os critérios analisados foram influenciados por operações de securitização.

Favero Junior (2014) examinou se os participantes do mercado de capitais tratam os ativos e passivos da SPE como se fossem do cedente e se o nível de interesse subordinado retido afeta a forma de avaliação. Foram analisadas 25 empresas cedentes e 50 FIDCs, que tiveram suas informações analisadas de 2002 à 2012. Encontrou-se, como resultado, que não há relação entre os valores de ativos e passivos dos FIDCs com o valor de mercado do cedente, ainda que existam diferentes níveis de interesse subordinado retido por este. Isto demonstra que os agentes de mercado consideram a operação de securitização de ativos como se fosse uma venda, ainda que existam garantias implícitas pelo cedente.

A pesquisa realizada por Fernandes, Sheng e Lora (2014) buscou analisar empiricamente a relação entre a securitização e o *rating* de crédito no mercado brasileiro. Neste estudo foi identificado que há evidências de contrato implícito entre as empresas cedentes e os investidores nas securitizações feitas por meio de FIDCs, cujo *rating* do cedente influencia o *spread* das cotas emitidas por FIDCs. Foi indenticado pelos pesquisadores que estes contratos implícitos geram redução do risco de seleção adversa.

Ferabolli (2014) analisou os principais fatores que levaram os bancos brasileiros a utilizarem instrumentos de securitização no período de 2005 a 2012. Foi identificado que a liquidez é o fator determinante que influencia estas instituições financeiras a utilizar a securitização e, em menor frequência, foi encontrada relação com a manutenção do capital regulatório. Por intermédio desta pesquisa foi possível ainda constatar que a crise financeira não modificou o padrão de securitização efetuada pelos bancos brasileiros.

Considerando o crescimento do mercado de securitização, Santos (2013) realiza levantamento sobre as condições que interferem no desenvolvimento desta atividade. Entre as principais possibilidades elencadas, encontram-se o equilíbrio da economia brasileira. Além disso, o autor defende a necessidade de reestruturar as normas que regem a atividade, a fim de cooperar com a elevação da segurança jurídica da securitização.

Ainda no cenário brasileiro, são encontradas demais pesquisas que retratam a securitização e seu relacionamento com os investidores. A Administração, as Ciências Econômicas e as Ciências Jurídicas são as áreas que concentram o maior número de pesquisas acerca da securitização. Entre estas pesquisas, Carvalho (2012) realiza análise da ausência da divulgação de informações sobre a atuação de FIIs brasileiros como fator de influência jurídica às restrições impostas ao administrador do fundo, às restrições referentes a determinadas operações que envolvam o fundo e o empreendedor deste, assim como restrições impostas aos quotistas. Efetua também análise acerca de fatores de risco inerentes ao fundo de investimento, a saber, risco de mercado, risco de crédito, risco de baixa ocupação imobiliária, risco de liquidez e risco legal. Esta pesquisa indica a possibilidade de abalo do mercado de capitais em função da ausência de informações detalhadas sobre as operações efetuadas pelos FIIs, que pode culminar na retração desta opção de estruturação financeira o que, conseqüentemente, influi na dificuldade em obter recursos por entidades demandadoras de capital.

Por meio da análise de índices financeiros, Luxo (2007) avaliou a influência do uso de securitização por empresas brasileiras. Nesta pesquisa foi evidenciado que existe implicação da securitização no nível de endividamento e nos critérios de *rating* de crédito. Ou seja, que o uso da securitização interfere na melhoria do *rating* da empresa emissora dos créditos perante o mercado de capitais.

Pinheiro (2008) investigou as técnicas relacionadas à securitização, as práticas de mercado de capitais, os benefícios da securitização e avaliou os riscos para os investidores de FIDCs relativos a cotas seniores e subordinadas. O resultado da análise dos dados indica que as cotas seniores não oferecem riscos, sendo correspondentes às altas notas de *rating* recebidas. Quanto às cotas subordinadas, geralmente adquiridas pelos originadores dos créditos securitizados, o risco é considerado baixo, visto que classifica-se como inferior às taxas de juros do mercado. Estes resultados referem-se a títulos com diferentes tipos de ativos lastro, indicando que o setor de origem do crédito securitizado não interfere na qualidade do investimento em cotas de FIDC.

Fundos de investimento referenciados e de renda fixa foram avaliados por Schiozer e Tejerina (2013) quanto ao impacto do risco dos ativos em carteira sobre a captação de recursos financeiros no mercado de capitais. Ainda que estes fundos não exerçam, especificamente, atividades de securitização, a sua estrutura jurídica e de emissão de títulos é semelhante aos FIDCs. Foi constatado que em fundos não exclusivos, os ativos que eram passíveis de maiores níveis de risco, sofreram retração na captação de recursos. Esta tendência não se confirmou entre os fundos exclusivos. Isto demonstrou que os cotistas monitoram os ativos dos fundos de investimento e exercem um poder disciplinador sobre a gestão da carteira, retirando seus investimentos de estruturas com riscos elevados.

Na perspectiva internacional a pesquisa sobre securitização demonstra estar em um estágio mais avançado em relação às pesquisas brasileiras, estando correlacionada com o amplo desenvolvimento da securitização em mercados estrangeiros.

Cerbioni, Fabrizi & Pabonetti (2014) analisaram a iteração entre a contabilidade das securitizadoras e a regulamentação sobre o capital dos bancos com a evolução da crise dos *subprime*. Os autores, por meio da identificação das práticas contábeis, verificaram que a contabilidade colaborou com comportamentos oportunistas, visto que não evidenciou com clareza no período pré-crise os altos riscos presentes nos títulos bancários que foram securitizados, a fim de atender os regulamentos sobre o estoque de capital. Os autores demonstram a necessidade de emissão de normas contábeis voltadas exclusivamente à securitização, a fim de que as demonstrações financeiras deste segmento possam ser desenvolvidas com qualidade e atendam à necessidade de informação dos investidores.

Com o objetivo de identificar se o mercado avalia os créditos securitizados segundo os riscos presentes nos originadores dos ativos, Landsman, Peasnell e Shakespeare (2008) buscaram evidências empíricas sobre a percepção dos investidores sobre a essência da cessão de direitos. A contabilização de operações de titularização foi avaliada conforme as regras do SFAS nº 140, buscando identificar se estas refletem adequadamente os fundamentos econômicos destas transações. A análise permitiu concluir que o mercado compreende o processo de securitização como um evento de financiamento com garantias em virtude de avaliar os títulos emitidos pelas securitizadoras pelo risco do originador, não interferindo o risco da SPE que estruturou a operação.

Guo & Wu (2014) efetuaram um estudo a partir da construção de um modelo para avaliar a retenção de risco efetuada de forma implícita pelos originadores, conforme determinado pelas normas, a fim de identificar a efetividade de proteção gerada aos investidores. Nesta pesquisa foram utilizados bancos e investidores classificados como

“avessos ao risco”. Neste sentido, foi percebido que é inadequado um índice de retenção mediante taxa fixa para todos os tipos de ativos securitizados, ainda que a prática de retenção dos riscos seja capaz de atenuar perdas aos investidores em virtude de diminuir o risco de seleção adversa. Os autores destacam que, além de uma política flexível de retenção de riscos, para que esta seja utilizada com efetividade, é necessário que seja complementada com o fornecimento de informações exigidas por regulamentação. Ou seja, a divulgação de informações tem potencial de diminuir os riscos de seleção adversa.

Bancos foram avaliados a fim de verificar se a securitização de seus ativos gera opacidade de informações aos investidores destas estruturas em níveis diferentes em relação à bancos que não aderem à securitização. Esta pesquisa foi realizada por Cheng, Dhaliwal e Neamtiu (2008) sendo que a opacidade de informações foi avaliada sob a perspectiva da assimetria informacional e da discordância entre diferentes investidores acerca da essência da informação emitida sobre os riscos das operações realizadas por securitizadoras. Neste estudo foi identificado que existe relação entre o aumento da securitização e a elevação da disponibilização de informações opacas por parte das securitizadoras. Foi demonstrado que, apesar da securitização permitir inúmeras vantagens enquanto opção de atendimento às normas financeiras, a mesma acarreta custos aos seus participantes, entre eles, a opacidade informacional. Também foi identificado que as instituições financeiras com *spreads* mais elevados, maior volume de atividades e maior dispersão utilizam a securitização como prática de gestão de suas carteiras.

Barth & Landsman (2010) pesquisaram sobre a influência das informações contidas nas demonstrações financeiras de bancos, especificamente acerca da mensuração de itens a valor justo, da securitização de títulos e do uso de derivativos, considerando a crise financeira que ocorreu entre 2007 e 2008. Os resultados indicam que o uso destes elementos não influenciou na decisão dos investidores, porém, que as atividades de securitização e a opção pelo uso de derivativos não possuíam divulgação de informações suficientes para que os investidores pudessem avaliar adequadamente o nível de risco transferido aos seus investimentos, o que pode ter colaborado com a formação da crise.

Jackson (2010) efetuou pesquisa neste mesmo sentido, realizando uma análise dos fatores que são afetados pela ausência da divulgação de informações completas sobre as operações de securitização e como esta situação colaborou com o desencadeamento da crise financeira entre 2007 e 2008. Este pesquisador relata que a melhoria na qualidade das informações divulgadas pelas securitizadoras influi na melhoria da precificação dos títulos de securitização, colabora com as renegociações da securitização secundária, além de permitir

que as autoridades reguladoras emitam normas mais eficientes em virtude do conhecimento mais apurado sobre a real condição que caracterizam estas operações.

Verifica-se que as pesquisas internacionais que avaliaram critérios relacionados às operações de securitização identificaram que estas entidades não evidenciam a contento informações sobre a sua atuação. Além disso, é enfatizada a importância da divulgação de informações para o fortalecimento do mercado de securitização.

Em relação à evidenciação do risco são encontradas pesquisas que investigam, principalmente, os determinantes da divulgação destas informações. Abraham e Cox (2007) analisaram os níveis de evidenciação de risco presente em empresas do Reino Unido em relação às características que possuem. Por meio desta pesquisa foi possível identificar que existe uma relação negativa entre a divulgação dos riscos e os investimentos de longo prazo, demonstrando que os investidores preferem empresas com menores níveis de divulgação de risco. Também foi identificado que a presença de maior número de administradores independentes, por meio do conselho de administração, está relacionada com o nível de divulgação dos riscos, sugerindo que este fator colabora com a governança corporativa. Além disso, foi observado que o nível de evidenciação de risco é influenciado pela regulação existente, demonstrando que a normatização da divulgação de riscos é importante para que os usuários externos recebam mais informações e com mais qualidade.

Na Espanha, Domínguez & Gámez (2014) analisaram os principais riscos apresentados pelas maiores empresas espanholas listadas na Bolsa de Valores de Madri, durante 2007, 2008 e 2009, e os fatores subjacentes desta divulgação particularmente ligados à governança corporativa. Os resultados apontaram que a comunicação sobre os riscos é bastante superficial, sem fornecer uma descrição detalhada, devido as repercussões estratégicas. Quanto aos determinantes da divulgação, o tamanho do Conselho de Administração está correlacionado com a divulgação obrigatória dos riscos. Não foi encontrada qualquer relação significativa entre o nível de *disclosure* e a proporção de conselheiros externos, tipo de atividade, tipo de estoque, tipo de propriedade, rentabilidade, alavancagem e setor.

Lajili & Zéghal (2005) examinaram as informações divulgadas em relatórios anuais do Canadá para fornecer *insights* sobre o ambiente de divulgação de risco, suas características e a utilidade de análise da informação pelos *stakeholders*. Seguindo o teor de análise, os autores descreveram e, em seguida, analisaram com maior detalhamento o objeto das divulgações de risco em 300 empresas canadenses a fim de resumir e classificar a informação relacionada com riscos. Os resultados mostram um elevado nível de intensidade de informação de risco,

que reflete tanto divulgações obrigatórias e voluntárias de gerenciamento de risco. No entanto, o poder analítico de tais divulgações, como capturada pela análise de avaliação de risco, necessita de clareza e quantificação. Portanto, estas informações estão potencialmente limitadas quanto à sua utilidade. Os autores concluem que divulgações abrangentes de risco são desejáveis para reduzir eficazmente informações assimétricas entre a administração e as partes interessadas.

Linsley & Shrives (2006) analisaram, por meio da técnica de análise de conteúdo, os relatórios anuais de 76 empresas do Reino Unido. A partir da identificação da quantidade de divulgações do risco, esta foi associada ao porte das empresas, identificando que quanto maior o empreendimento, maior a divulgação do risco. Também foi encontrada relação positiva entre a quantidade de divulgação de risco com o nível de risco ambiental presente na empresa. No entanto, nenhuma associação foi encontrada entre o número de divulgações de risco e outras medidas de risco, como o *gearing ratio*, cobertura de ativos, *quiscore*, *book to market value* de equidade e beta de mercado. Quanto à natureza das divulgações sobre risco, foi identificado que existe carência de informações monetárias sobre o risco, ou seja, informações quantitativas. Porém, foi notado que as empresas tem se empenhado em divulgar riscos de eventos futuros. Foi percebido que as informações sobre risco, em âmbito geral, não são coerentes, não permitindo que os usuários sejam capazes de avaliar adequadamente o perfil de risco destas empresas.

Rajab & Handley-Schachler (2009) analisaram a prática de divulgação de risco, utilizando análise de conteúdo, de 156 relatórios anuais elaborados por 52 empresas listadas no Reino Unido em três diferentes períodos (1998, 2001 e 2004). O estudo avalia a extensão da divulgação de risco considerando características específicas de cada empresa da amostra. O estudo constatou uma tendência crescente na divulgação de risco no período, cuja principal influência foi a regulação da contabilidade e as recomendações dos institutos de contabilidade. Quando aos determinantes, identificou-se que as empresas que publicam demonstrações financeiras em outros países e o envolvimento de distintos setores são significativas e positivamente correlacionadas com o nível de informação sobre o risco divulgado. No entanto, a evidência do risco não está relacionada com o tamanho ou alavancagem presente nas empresas da amostra. A partir destes resultados, os autores destacam que a natureza da informação divulgada é de qualidade questionável e, portanto, de baixa relevância para os investidores. Isto demonstra que os investidores devem se preocupar com a divulgação de risco, visto que pode não permitir-lhes, totalmente, avaliar o perfil das empresas.

Amran, Bin & Hassan (2009) pesquisaram a disponibilidade de divulgações de risco nos relatórios anuais de empresas da Malásia, concentrando-se na seção de informações não financeiras (relatório da administração). Por meio de análise de conteúdo foram identificados os níveis de divulgação sobre riscos e testadas, empiricamente, características das empresas incluídas na amostra para comparar os níveis de risco apresentados pelas empresas da amostra. Verificou-se que o nível de divulgação de risco no relatório de administração é baixo e que poucas empresas dedicam espaço para relatar informações sobre o gerenciamento destes. Estes resultados estão relacionados com o fato da recente implantação dos relatórios de divulgação na Malásia, onde se espera que o governo determine normas mais rígidas sobre a divulgação dos riscos em virtude da importância destas informações aos investidores. Testes de regressão apontaram que o tamanho da empresa influencia na divulgação dos riscos, amparado pela Teoria dos *Stakeholders*. Além disso, encontrou que empresas de setores distintos realizam mais evidenciações sobre o risco, considerando que estes sofrem exposição a riscos distintos e em diferentes níveis.

Hassan (2009) avaliou 49 corporações dos Emirados Árabes Unidos, relativas ao ano de 2005, quanto à relação entre características específicas – tamanho, nível de risco, tipo de empresa e constituição de reservas – e o nível de divulgação de riscos corporativos. A pesquisa demonstrou que o tamanho das empresas não está, significativamente, associado ao nível de divulgação de riscos. No entanto, a relação entre o nível de risco corporativo e o tipo de segmento é significativa para explicar a divulgação dos riscos. Finalmente, encontrou-se que a constituição de reservas é um fator insignificante em relação ao nível de *disclosure*.

Com o objetivo de avaliar os incentivos da divulgação de riscos e sua relação com a regulamentação, utilizando a técnica de análise do discurso, Dobler (2008) verificou que os determinantes analisados pelas pesquisas sobre divulgação de risco são elementos que possuem pequena interferência no nível de *disclosure*. Este autor relata que o fato de haver divulgação da informação do risco, não significa que existe efetiva comunicação sobre o mesmo. Outro ponto destacado é que as empresas possuem poucas ferramentas de identificação e de gerenciamento dos riscos, impedindo que haja informações para serem divulgadas, ainda que o risco esteja presente. Além disso, as informações de risco podem expor as estratégias gerenciais, deixando a entidade vulnerável em relação à concorrência de mercado. Dobler (2008) explica que a obrigatoriedade de divulgação dos riscos podem ter efeitos desfavoráveis para a empresa que evidencia e para a economia, principalmente, quando o risco não pode ser verificável.

Baroma (2014) desenvolveu estudo baseado na identificação de palavras-chaves para determinar as diferenças no nível de divulgação de risco entre empresas egípcias em diferentes setores. A amostra inclui 49 empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores do Egito nos anos de 2008, 2009 e 2010 e os resultados mostram que o tamanho da empresa é uma variável significativamente relacionada (em todos os três anos) com o nível de divulgação de risco. O tipo de setor (divididos em: indústria, cimento, construção, petroquímica e serviços) mostrou-se como variável insignificante em relação ao nível de informação de risco divulgado nos relatórios anuais para todos os três anos. A alavancagem também foi designada pelos testes como variável insignificante em relação ao nível de informação de risco divulgado no relatório anual para todos os três anos.

Oliveira, Rodrigues & Craig (2011) pesquisaram sobre a divulgação dos riscos por meio das demonstrações financeiras de 2005 de empresas portuguesas do setor não financeiro. Encontrou-se que a visibilidade pública, avaliada considerando o tamanho e a sensibilidade ambiental, é uma parte crucial da estratégia da empresa para aumentar a legitimidade e gerir a reputação corporativa por meio de divulgação de risco. Foi identificado que a adoção de normas internacionais de contabilidade não colaborou com os níveis de evidenciação de riscos, visto que esta prática ainda não é transparente.

Estas pesquisas relatam que não existe uma concordância quanto aos determinantes da divulgação dos riscos. No entanto, convergem quanto à ausência da qualidade da informação e na impossibilidade de avaliar os riscos mediante os relatórios financeiros. Demonstra, assim, que a contabilidade não está atendendo ao seu objetivo informativo em relação ao *disclosure* dos riscos e as ações de gerenciamento dos mesmos.

Quanto à divulgação de instrumentos financeiros, Atanasovski, (2015) avaliou a qualidade das divulgações relacionadas aos instrumentos financeiros previstos nas demonstrações financeiras anuais de empresas da Macedônia e, empiricamente, investigou os fatores que têm o potencial de influenciar a qualidade destas divulgações, de acordo com requisitos da IFRS 7. A análise de conteúdo das demonstrações financeiras permitiu identificar que o nível de cumprimento dos critérios de divulgação foi de 62,75%. Os resultados obtidos por meio de análise de regressão apoiou a conclusão de que o nível de conformidade dos requisitos de evidenciação da IFRS 7 está relacionado com o tipo de auditor contratado e concentração da propriedade nas empresas investigadas. O tamanho, a rentabilidade, a estrutura de financiamento e o segmento das empresas não tem nenhuma relação significativa com o nível de conformidade com a IFRS 7.

Othman & Ameer (2009) realizaram estudo com o objetivo de investigar as práticas de divulgação de risco de mercado presente em instrumentos financeiros em empresas listadas na Malásia. Por intermédio da abordagem da análise de conteúdo e processo de codificação, embora levantado que um grande número de empresas têm demonstrado cumprimento em relação à divulgação da política de gestão de riscos financeiros, existem diferenças sistemáticas entre empresas em termos de nível de detalhes (ou seja, qualitativos e quantitativos) de divulgação. A divulgação da taxa de juros foi a categoria mais citada e o risco de crédito foi a categoria menos mencionado entre os riscos de mercado. Há evidências de que a maioria das empresas da Malásia não possuem qualquer tipo de cobertura de risco de mercado sobre o período de 2006 à 2007. Estes autores defendem a necessidade de um modelo de relatório de risco padronizado para alcançar uma maior transparência financeira para fazer os investidores conscientes dos riscos de mercado.

Malaquias (2008) analisou o nível de *disclosure* das demonstrações financeiras de empresas brasileiras em relação aos requerimentos dispostos pelo IASB para evidenciação de instrumentos financeiros. Foram pesquisados os relatórios contábeis anuais que tais empresas forneceram a dois diferentes mercados de capitais: o brasileiro e o norte-americano. Com base em uma amostra de 24 empresas não financeiras para o período que compreende os exercícios contábeis de 2002 a 2006, os principais resultados mostraram que os relatórios fornecidos para o mercado brasileiro possuem um nível de evidenciação com média estatisticamente inferior ao dos relatórios fornecidos ao mercado norte-americano. Além disso, empresas de setores regulamentados, empresas com maior tempo na emissão de American Depositary Receipt (ADR) e empresas maiores apresentaram melhores níveis de evidenciação.

Silva, Machado & Hein (2013) pesquisaram sobre o nível de evidenciação da natureza e extensão dos riscos decorrentes de instrumentos financeiros nas demonstrações financeiras do primeiro semestre de 2010. Foram avaliadas 31 empresas do setor industrial, listadas na BM&FBovespa, por intermédio de análise multivariada, e foram considerados critérios de divulgação determinados pelo CPC 40. Foi encontrado que a divulgação atende critérios qualitativos, mas, normalmente, não atendem aos critérios quantitativos. Em relação aos riscos, identificou-se um baixo nível de divulgação, quanto aos critérios compulsórios.

Shinzato (2011) analisou as demonstrações financeiras de empresas brasileiras integrantes do Índice Bovespa, correspondentes ao exercício encerrado em 2010, quanto à conformidade com as normas internacionais de contabilidade. A pesquisa demonstrou que não houve melhoria quanto à transparência na divulgação da exposição do risco crédito e de

liquidez, porém, o risco de mercado obteve uma melhor evidenciação, em virtude da padronização de divulgação exigida pela CVM.

As pesquisas nacionais permitem identificar que os instrumentos financeiros, assim como os riscos que envolvem estas operações, não são evidenciados com clareza pelas demonstrações financeiras.

## 2.4 TEORIA DA INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA

A assimetria da informação ocorre quando o agente (administrador) e o principal (investidores) não detêm informações com o mesmo nível de qualidade (Hendriksen & Van Breda, 1999). A assimetria, neste contexto, tem significado de incompletude, sendo a origem dos problemas de seleção adversa e de risco moral (Lopes & Martins, 2007).

A seleção adversa ocorre no mercado de capitais devido algumas companhias não efetuarem uma evidenciação adequada de suas informações aos usuários externos, fazendo com que os investidores passem a ser receosos com todas as demais entidades (Farhi & Cintra, 2002). Stiglitz (1985) relata que isso ocorre porque a "perspectiva informacional" alterou o ponto de vista de como funciona a economia e as abordagens utilizadas na análise de problemas econômicos.

A ausência de transparência sobre as operações organizacionais influencia nas falhas de mercado (Brown, 2010). Akerlof (1970) discorre sobre as falhas de mercado como situações oriundas da assimetria informacional devido a ausência de comunicação pelos vendedores do real valor dos produtos que estão vendendo. Assim, admite-se que a ausência de informações de qualidade podem prejudicar as estruturas realizadas pelo mercado de capitais, visto que expõe os investidores a perdas, que podem forçá-los a substituir a aplicação destes títulos em investimentos com maior segurança e racionalidade (Healy & Palepu, 2001).

Para explicar o problema de seleção adversa, Akerlof (1970) utiliza o exemplo do mercado de carros. Para tanto, considera-se que no mercado há carros novos e carros usados e que ambos podem ser produtos de boa ou de má qualidade. Na ausência de informações que permitam identificar se o carro adquirido é bom ou ruim, no momento antes da compra, os vendedores não podem identificar com clareza o tipo de objeto que está sendo adquirido. Este conhecimento somente pode ser desvendado após a aquisição e uso do produto (Akerlof, 1970).

Caso o carro adquirido novo, após o uso, demonstrar ser de má qualidade, existirá a tendência do comprador tentar vender este produto a fim de adquirir outro com boa qualidade.

Porém, também existirão outros vendedores de carros que são de boa qualidade. O fato do mercado não conseguir distinguir a qualidade dos itens que estão sendo negociados, influencia na invasão de produtos de má qualidade (Akerlof, 1970). Quando isso é notado pelos compradores, faz com que o mercado entre colapso, ainda que existam bons produtos a disposição dos consumidores.

De acordo com Akerlof (1970) o comprador possui o desafio de adquirir produtos dotados de qualidade. Porém, ainda que no mercado existam produtos de boa qualidade, o fato de não ser possível distingui-los dos produtos de má qualidade, expande os custos da desonestidade. Este custo fica a cargo dos vendedores de produto com qualidade, visto que os compradores, sem ter condições de avaliar a qualificação do produto, tendem a avaliar todos os produtos como de má qualidade.

A partir desta situação podem ocorrer diferentes implicações. Do ponto de vista dos compradores, por meio do conhecimento de que há no mercado produtos com diferentes níveis de qualidade, e, sem a possibilidade de distingui-los antes da compra, os mesmos estarão dispostos a pagar apenas o preço dos produtos de baixa qualidade. Isto prejudica os vendedores de produtos de boa qualidade, que são obrigados a diminuir a precificação dos seus produtos, em vista da impossibilidade de distinção das características dos produtos no mercado. Do ponto de vista dos vendedores, existe a possibilidade de vender produtos de má qualidade pelo preço de produtos de boa qualidade. A informação, portanto, assume para o mercado um recurso de valor (Stiglitz, 1985).

A economia da informação demonstra que as informações disponíveis no mercado, que podem ser boas ou ruins, tem a potencialidade de determinar a relação entre os produtos e seus possíveis compradores. Milgrom (1981-a) relata, por meio de quatro modelos, a influência do aspecto da informação no mercado. Indica que: (1) a divulgação de boas notícias sobre as organizações sempre faz com que o preço das ações suba; (2) evidências sobre o esforço de um agente leva o principal a pagar um bônus maior; (3) os compradores compreendem que a ausência de informações sobre um determinado produto está relacionada à falta de qualidade; e, (4) que lances baixos por seus concorrentes sinalizam um valor baixo para o objeto que está sendo vendido. Estes pressupostos retratam como a presença ou a omissão de informações é tratada pelo mercado consumidor (Verrecchia, 2001).

Stiglitz (2000) argumenta sobre a economia da informação, destacando que é preciso considerar a imperfeição das informações. Isto ocorre porque, segundo Stiglitz (2000), porque sempre há assimetrias de informações importantes e a extensão destas é afetada por ações de

empresas e indivíduos. Este pesquisador ainda destaca que o risco presente em empresas é uma destas informações importantes que nem sempre estão disponíveis ao mercado.

Para isso, seu estudo sobre este tema destaca as seguintes conjunturas:

- O ponto de partida sobre o estudo da economia da informação deve ser a investigação sobre como a economia adapta-se a novas informações e cria novos conhecimentos e como esse conhecimento é disseminado, absorvido e utilizado em toda a economia;

- Há muitas dimensões e abordagens sobre a informação que devem ser verificadas;

- A informação relevante deve contemplar diferentes abordagens devendo ser qualitativa e quantitativa, quando necessário;

- A informação que é transmitida por meio de preços não é apenas relacionada com a escassez;

- Todas as ações empregadas pelas empresas refletem na geração de informações ao mercado, mesmo que indiretamente. O seu comportamento afeta estas informações em uma infinidade de maneiras;

- A economia de mercado não é totalmente equilibrada;

- A economia da informação apresenta explicações para os fenômenos e instituições para as quais a teoria padrão não fornece nenhuma explicação conciliando, inclusive, a informação imperfeita; e,

- As forças de mercado também podem criar informações irreais que induzem à dispersões de preços ou instigando as organizações a reter informações.

Brown (2010) relata que esta situação está presente no mercado de securitização. Isto porque a securitização é desenvolvida mediante operações complexas que envolvem diversas particularidades que impedem compreender com facilidade os critérios que regem a transferência de ativos, influenciando na opacidade informacional. Esta, por sua vez, influencia a geração de assimetria de informação (Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008).

A disciplina do mercado de securitização depende de vários fatores. Entre eles, destaca-se o acesso a informações, que permite avaliar a qualidade das estruturas efetuadas pelas entidades securitizadoras e o montante e velocidade de exposição dos investidores aos produtos vendidos pelas securitizadoras (CVM, 2014). Contudo, sabe-se que no mercado financeiro existe ausência de informações completas (Spence, 2002).

Assim, a assimetria de informação da securitização é causada pelo risco sistêmico e risco moral, em vista de que as informações corporativas não são devidamente explicitadas pela contabilidade (Kiff & Kissler, 2014). É preciso que a informação contábil seja relevante

aos seus usuários, visto que Stiglitz (2000) alerta que não devem ser transmitidas informações apenas sobre os preços, mas que deve-se utilizar outros formatos de comunicação, incluindo detalhamentos analíticos e quantidades.

Um dos motivos refere-se a transferência de riscos do originador do crédito para o comprador final do crédito, ou seja, o investidor. Isto porque se acredita que os investidores não possuem informações com a mesma precisão que os originadores dos créditos (CVM, 2014). Schwarcz (2009) explica que o risco moral da securitização existe nas situações em que o originador transfere integralmente os riscos e benefícios à securitizadora. Isto motiva os originadores a transferir ativos “podres”, visto que os demais participantes da securitização, normalmente, não conseguem vislumbrar o nível de perdas esperadas com a mesma acuracidade do originador. Isto faz com, segundo Healy e Palepu (2001), seja elevado o custo de capital.

Existe também a disseminação de que a securitização eleva a seleção adversa (Agarwal, Chang & Yavas, 2012). Isto porque o originador do crédito possui conhecimento sobre os riscos de crédito dos ativos securitizados e que os métodos tradicionais de evidenciação, ainda que seja uma importante ferramenta informativa, não possui a capacidade de transmitir informações com a mesma qualidade que os originadores possuem.

Devido estas possibilidades, os investidores precisam de proteção contra investimentos excessivamente complexos, visto que estes não conseguem realizar uma avaliação precisa dos riscos (Schwarcz, 2009). Segundo Akerlof (1970), a incerteza na qualidade dos produtos pode ser desmistificada a partir da concessão de garantias, cujo risco passa ser responsabilidade do vendedor, e não mais do comprador. Conforme Spence (2002) são necessários sinais para transportar informações persistentemente em equilíbrio de vendedores para compradores, ou entre aqueles com mais para aqueles com menos informação. Healy & Palepu (2001) relatam que as companhias com resultados positivos tendem a sinalizar suas qualidades aos *stakeholders*.

Esta proteção requerida pelos investidores, que na securitização corresponde, normalmente, a contratos implícitos, é definida por Friedman (1971) como estratégias de gatilho. Os reforços de crédito realizados pelas securitizadoras têm a função de sinalizar ao mercado que a entidade que estrutura esta operação preocupa-se em proteger os investidores contra os riscos de seleção adversa. O empreendedor pode sinalizar qualidade por intermédio da retenção de parte do ativo e, assim, mitigar o problema de agência (Kiff & Kisser, 2014).

O agrupamento e a formulação de carteiras a partir da composição de distintos grupos de créditos, são atividades fundamentais da securitizadoras. Gorton & Souleles (2005) relatam

que a pulverização e definição dos ativos que lastreiam cada título correspondem a diferentes níveis de risco. Esta pulverização minimiza o potencial problema de seleção adversa associado com a cessão dos ativos que é efetuada às entidades securitizadoras. Condicionada à seleção de ativos, a estruturação de carteiras divide o risco de perda baseado em informações passadas, considerando as possibilidades de incumprimento dos ativos subjacentes. Os ativos são estratificados e os riscos residuais, normalmente, passam a ser suportados pelo patrocinador.

Portanto, na securitização, a existência de distintos níveis de risco é favorável ao desenvolvimento destas estruturas, visto que existem investidores com diferentes possibilidades de absorção dos riscos. Contudo, conforme verificado em acontecimentos internacionais e nacionais, falta informação para que os usuários possam efetuar suas análises com diligência. Ou seja, fundos de investimento é um mercado afetado pela assimetria informacional (Schiozer & Tejerina, 2013). Stiglitz (2000) relata que, apesar das empresas buscarem formas de sinalização das suas condições, estas não são suficientes ao mercado. Por este motivo, o mercado, que está sempre em evolução, busca novas formas de incentivar a divulgação das informações que necessita.

A preocupação com o excesso de assimetria informacional no mercado de securitização tem levado órgãos reguladores a discutir novas práticas de elevação da segurança para estas estruturas, sendo a retenção compulsória de riscos pelo originador dos créditos o alvo das discussões atuais (CVM, 2014). Ou seja, na falta de informações, têm-se buscado outras formas de mitigar o risco presente nas operações de securitização. Stiglitz (2000) defende que sem a interferência de órgãos de controle, a imperfeição de mercado seria majorada e causaria ainda mais riscos.

Quando são encontradas falhas no mercado, espera-se que o regulador intervenha com soluções a fim de reestabelecer o equilíbrio deste ambiente. Neste caso, segundo Dantas et al. (2005), a indução ao *disclosure* ocorre de forma compulsória. No entanto, os órgãos reguladores devem observar se o mercado tem ou não condições de desenvolver ações corretivas. Caso isto não seja possível, a determinação de novas normas deve garantir que os benefícios da sua observância superam os custos de implantação destas práticas (CVM, 2014, Schwarcz, 2009).

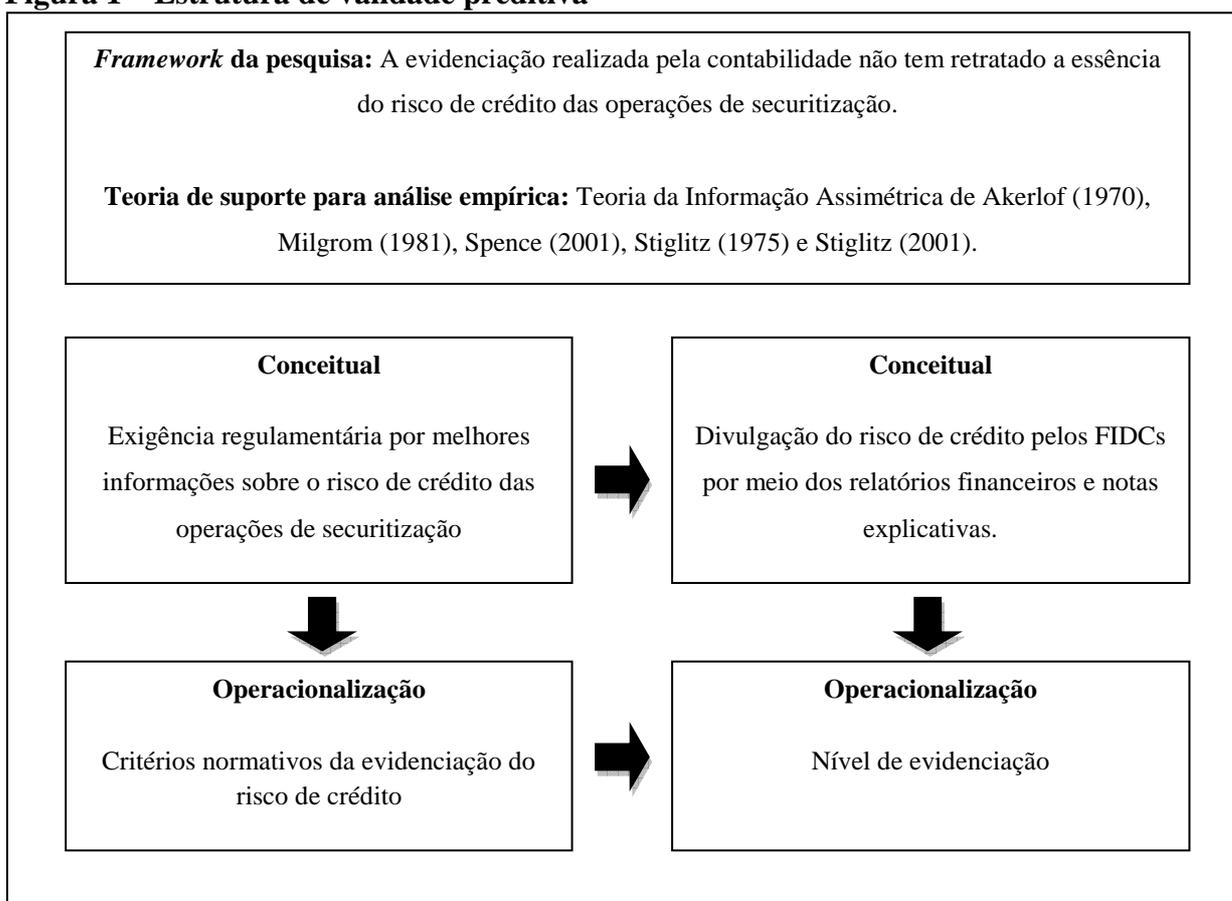
Portanto, a economia da informação está diretamente ligada aos demonstrativos financeiros (Verrecchia, 2001). As reformas na normatização contábil visa, entre outros motivos, reduzir a assimetria informacional, sem a necessidade de explorar novos mecanismos de proteção que podem ser ainda mais dispendiosos para as entidades (Brown,

2010). Isto favorece os investidores menos sofisticados, motivando a inserção de novos indivíduos no mercado de securitização, o que é benéfico para o desenvolvimento desta atividade.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A presente pesquisa possui o objetivo de avaliar o nível de evidenciação de informações sobre o risco de crédito nos relatórios financeiros dos FIDCs e identificar os determinantes que influenciam esta divulgação. A determinação deste objetivo é retratada por meio de estrutura de validade preditiva, conforme demonstrada na Figura 1.

**Figura 1 – Estrutura de validade preditiva**



Fonte: Dados da pesquisa (2016)

A estrutura de validade preditiva apresenta a Teoria da Informação Assimétrica como suporte à análise dos eventos empíricos investigados pela presente pesquisa, que é a evidenciação do risco de crédito pelos FIDCs. A partir do conhecimento científico produzido

por estudos precedentes, utiliza-se o *framework*, ou seja, a questão de pesquisa, de que a evidenciação realizada pela contabilidade não tem retratado a essência do risco de crédito das operações de securitização. Este *framework* é avaliado sob a perspectiva da exigência regulamentária da divulgação compulsória do risco de crédito presente na securitização, avaliando o cumprimento dos critérios normativos de evidenciação pelos FIDCs, por meio da identificação do nível de divulgação praticado.

Este capítulo descreve os métodos empregados na pesquisa a fim de que a questão de pesquisa seja respondida. A partir destes, busca-se avaliar se os fundos de investimentos que realizam securitização no Brasil atendem a normatização sobre a evidenciação do risco de crédito, visto que este é um critério essencial à avaliação dos títulos de securitização emitidos, especialmente, pelos FIDCs.

Para isso, deve-se efetuar a escolha dos métodos que permitem elucidar a questão de pesquisa. Os métodos, por sua vez, são entendidos como os procedimentos sistemáticos e racionais que determinam o comportamento do pesquisador em vista do seu objetivo de pesquisa, fazendo com que o conhecimento científico seja expandido (Dencker & Viá, 2001). Marconi e Lakatos (2006-b) são enfáticos ao afirmar que não há ciência sem o emprego de métodos científicos.

Assim, o conhecimento científico se caracteriza pelo uso do método para a avaliação dos fatos da realidade sensível (Silva, 2005). Por meio da classificação, da comparação, da aplicação dos métodos, da análise e síntese, o pesquisador extrai do contexto social, ou do universo, princípios e leis que estruturam um conhecimento rigorosamente válido e universal (Fachin, 2001). Este conhecimento, testado por meio de teorias e leis, passa a ser caracterizado como científico, revelando veracidade dos seus achados.

Para isso utiliza-se a abordagem positivista, buscando descrever as práticas contábeis a partir da normatização existente (Watts & Zimmerman, 1986). Isto envolve a formulação de hipóteses, baseadas em referencial teórico, seguido de teste empírico, que pode levar à aceitação ou rejeição das possíveis explicações para o problema de pesquisa. Desta forma, a presente pesquisa, devolve-se amparada no formato empírico-teórico. Em um primeiro momento buscou-se explorar a atuação dos FIDCs quanto à divulgação compulsória, baseadas em normas, do risco de crédito presente em suas operações. Posteriormente, atendendo ao caráter explicativo da pesquisa, foram analisados possíveis determinantes que influenciam o nível de divulgação identificado.

Quanto aos objetivos, a presente pesquisa classifica-se como exploratória. Este tipo de pesquisa tem a função de criar familiaridade em relação a um fato, fenômeno ou processo, por

meio de uma primeira aproximação (Gil, 2010, Santos, 2006, Silva, 2005). Isto porque levanta informações sobre um determinado objeto, mapeando as condições de manifestação deste objeto (Severino, 2007).

As pesquisas exploratórias dedicam-se às pesquisas empíricas com o objetivo de formular um problema ou esclarecer questões para desenvolver hipóteses (Dencker & Viá, 2001). Além disso, Oliveira et al. (2003) defende que a pesquisa exploratória pode modificar conceitos, em função de novos achados. Ao explorar um problema de pesquisa pela primeira vez, buscam-se fontes que permitam informar ao pesquisador o estágio em que se encontram as informações já disponíveis a respeito do assunto além de destacar novas informações sobre o tema (Santos, 2006).

Mediante consulta no compêndio de pesquisas nacionais e internacionais, não são encontrados estudos que abordam a evidenciação contábil do risco crédito, pelos FIDCs. No entanto, existem evidências sobre a relevância desta investigação, tanto em relação ao desenvolvimento da securitização brasileira (CVM, 2014, Mickalak & Uhde, 2012, Pinheiro, 2008), assim como em função da melhoria das práticas contábeis (Gorton & Souleles, 2005, Souza, 2014). Por este motivo, a presente pesquisa contempla o caráter exploratório em virtude de fazer o reconhecimento inicial do nível de evidenciação do risco de crédito em entidades securitizadoras, formalizando o conhecimento a respeito das fragilidades informacionais da securitização e a sua relação com a contabilidade.

Considerando que os dados referem-se aos exercícios de 2012 à 2014, a pesquisa é classificada como *ex-post-facto*. Esta denominação ocorre, segunda Vergara (2006), quando o pesquisador não pode controlar ou manipular as variáveis, seja porque suas manifestações já ocorreram, seja porque as variáveis não são controláveis. Estes dois requisitos são atendidos pela presente pesquisa, justificando tal classificação.

Quanto à abordagem, tem-se o enquadramento do estudo como quantitativo. A fim de que o objetivo geral e os objetivos específicos sejam atendidos por esta pesquisa, é necessário o uso de métodos quantitativos para que se possa prever matematicamente a proximidade dos conceitos. No entanto, é fundamental, na pesquisa quantitativa, que o pesquisador tenha conhecimento de como o método funciona para avaliar a potencialidade de sua aplicação ao contexto pesquisado (Dencker & Viá, 2001).

Os procedimentos de coleta de dados, também denominados de estratégias da pesquisa (Martins & Theóphilo, 2009), são as ações empregadas para reunir informações e, assim, realizar a análise dos mesmos. Para isso, esta pesquisa utiliza a pesquisa bibliográfica, a pesquisa documental e o levantamento.

A pesquisa bibliográfica coloca o pesquisador em contato com tudo o que já foi publicado sobre temas paralelos a esta pesquisa, como forma de colaborar com a análise dos dados obtidos (Marconi & Lakatos, 2006-a, Silva, 2005). Assim, a presente pesquisa, destaca os achados sobre a ineficiência informativa sobre a evidenciação de riscos (CVM, 2014, Mickalak & Uhde, 2012, Souza, 2014), assim como a importância desta evidenciação para o equilíbrio das atividades de securitização (Barth & Landsman, 2010, Brown, 2010, Cheng, Dhaliwal & Neamtiu, 2008, Gorton & Souleles, 2005, Jackson, 2010, Landsman, Peasnell & Shakespeare, 2008).

Com a finalidade de obter dados para avaliar os procedimentos de evidenciação dos FIDCs, é importante a avaliação de documentos contábeis. Por isso, “A pesquisa documental consiste na coleta, classificação, seleção difusa e na utilização de toda espécie de informações, compreendendo também as técnicas e métodos que facilitam a sua busca e a sua identificação” (Fachin, 2001, p. 152). Oliveira et al. (2005) explica que documento é uma fonte de dados material e suscetível de consulta, estudo ou prova. As demonstrações contábeis e notas explicativas constituem, segundo suas características, os documentos que viabilizam a atual pesquisa.

Em vista do objetivo da pesquisa, o levantamento é um procedimento útil, sendo requerido, especialmente, em pesquisas exploratórias e descritivas (Santos, 2006). Para isso, foram utilizadas fontes secundárias de informações, mediante relatórios financeiros publicados pelos FIDCs. Os dados utilizados são buscados no sítio eletrônico da CVM que é o ambiente de divulgação utilizado pelos FIDCs.

Quanto ao método de abordagem, a pesquisa configura-se por meio do método dedutivo. Este método é aplicado quando, a partir de teorias e leis, pode-se prever a ocorrência de fenômenos particulares (Marconi & Lakatos, 2006-a). Ou seja, parte-se de princípios considerados verdadeiros e indiscutíveis para chegar às conclusões formais e lógicas. Contudo, ressalta-se que o alcance da conclusão da dedução é limitado ao conteúdo das premissas (Silva, 2005).

Segundo Demo (2000) e Severino (2007) a ciência é estruturação dedutiva quando hipóteses gerais se aplicam a casos reais. Assim, a partir dos conceitos teóricos da assimetria da informação, busca-se determinar, por meio do raciocínio dedutivo categórico, se o nível de evidenciação de informações sobre o risco de crédito pelos FIDCs colabora com a seleção adversa e o risco moral no mercado de securitização.

Quanto às técnicas empregadas, a pesquisa realiza observação direta expansiva, por meio de análise de conteúdo. Esta técnica tem sido utilizada, preponderantemente, em

pesquisas que investigam a evidenciação dos riscos, como em Abraham & Cox (2007), Amran, Bin & Hassan (2009), Lajili & Zeghal (2005), Linsley & Shrivies (2006), Othman & Ameer (2009) e Rajab & Handley-Schachler (2009).

A análise de conteúdo é um conjunto de técnicas de análise das comunicações, que utiliza critérios sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens. Corresponde à hermenêutica baseada na dedução, oscilando entre o rigor da objetividade e a fecundidade da subjetividade (Bardin, 2006). De acordo com Marconi e Lakatos (2006-a) a análise de conteúdo “permite a descrição sistemática, objetiva e quantitativa do conteúdo da comunicação” (p. 107). Consiste em compreender criticamente o sentido manifesto ou oculto das comunicações (Severino, 2007). É, portanto, uma ferramenta bastante útil em pesquisas exploratórias (Dencker & Viá, 2001).

De acordo com Martins (2006), esta técnica é estruturada em três etapas, sendo cumpridas da seguinte forma:

a) **Pré-análise** (seleção do material e definição dos procedimentos a serem seguidos): buscou identificar os relatórios financeiros que emitem as informações que serão objeto de estudo, sendo definidas as notas explicativas das demonstrações contábeis. Foram escolhidos os critérios normativos que seriam investigados, sendo classificados em aspectos qualitativos e quantitativo, e os níveis de qualidade da informação (categorização dos dados), conforme suas características. Além disso, foi determinado que a coleta das informações se daria por meio da leitura das notas explicativas.

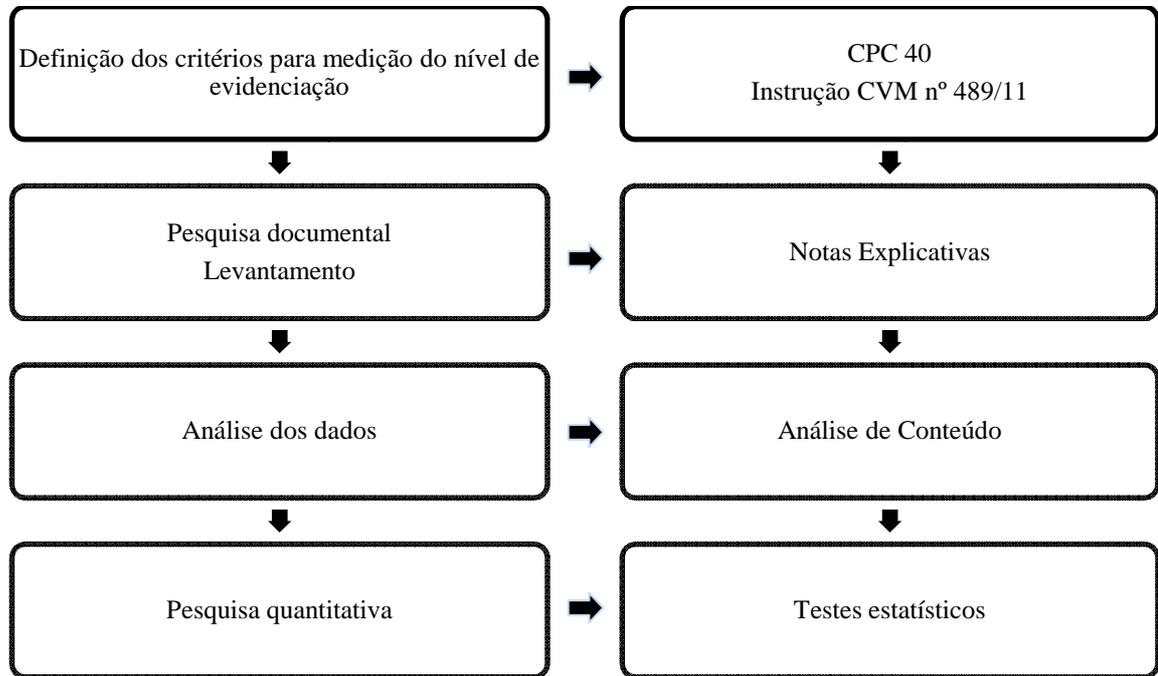
b) **Exploração dos materiais** (implementação dos procedimentos de análise, levantamento de categorias já testadas ou formulação de novas categorias em vista das frequências encontradas pela análise atual): Nesta fase foi efetuada a leitura das notas explicativas e captação dos dados, sendo alocados às categorias estabelecidas na fase de pré-análise. Não houve necessidade de criar novas categorias.

c) **Tratamento dos dados e interpretação** (inferência sobre os dados pesquisados como um todo): Esta fase considerou os dados, segundo suas categorias, sendo avaliadas de forma descritiva as informações sobre o nível de evidenciação do risco de crédito pelos FIDCs, relatando a sua influência na geração de assimetria de informações no mercado de securitização.

A análise de conteúdo apresenta-se como uma técnica adequada às pesquisas exploratórias, visto que atua confirmando, ou não, proposições e evidências obtidas pela pesquisa bibliográfica (Martins & Theóphilo, 2009). Atende, assim, aos objetivos da atual pesquisa.

Considerando os métodos descritos, a pesquisa possui o seguinte esquema:

Figura 2 - Esquema da pesquisa



Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Conforme a Figura 2, compreende-se que os métodos de pesquisa foram identificados a partir da definição do seu objetivo, ou seja, avaliar o nível de evidenciação de informações sobre o risco de crédito nos relatórios financeiros dos FIDCs e identificar os determinantes que influenciam esta divulgação. Para que o nível de evidenciação do risco de crédito pudesse ser obtido, foram definidos critério a partir das normas que regem a divulgação destas informações (CPC 40 e ICMV nº 489/11). As notas explicativas foram os documentos eleitos para a análise, em função do seu potencial informativo, e por ser diretamente influenciada pelas normas citadas, consistindo nos documentos de verificação e a base para o levantamento dos dados. A partir desta definição, os dados são coletados e classificados conforme a categorização empregada pela análise de conteúdo, possibilitando que a pesquisa quantitativa e qualitativa possa ser aplicada, e, assim, possa atender ao objetivo da pesquisa.

### 3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA DA PESQUISA

A população da pesquisa é composta por todos os FIDCs de créditos padronizados atuantes no Brasil, do ano de 2012 ao ano de 2014. A identificação foi realizada por meio de

área específica do *site*<sup>1</sup> da CVM, sendo listados todos os fundos de investimentos brasileiros. Estes são segregados conforme suas respectivas categorias, entre elas, os FIDCs, e apresentam demonstrativos com informações sobre a sua atuação, entre eles, as demonstrações financeiras. Para atual pesquisa, utilizou-se as notas explicativas como fonte de dados.

A partir da consulta realizada neste espaço digital, no dia 27 de Junho de 2015, foram encontrados 293 FIDCs registrados, ou seja, que estavam em situação ativa nesta data. No entanto, foi preciso verificar a existência de fundos que encerraram suas atividades no ano de 2015, porém, que estavam ativos em períodos anteriores. A fim de atender esta necessidade, no *site* da CVM existe campo específico de busca de fundos que foram encerrados, o qual foi usado para identificar os FIDCs nesta situação.

Por meio da análise dos FIDCs cancelados, foram identificados 79 fundos que estavam ativos no período de 2012 à 2014. Isto faz reconhecer que a população de FIDCs para o período de análise desta pesquisa é formada por 372 fundos, configurando, assim, um universo finito.

O uso de técnicas de amostragem demonstra vantagens em comparação ao estudo do todo, pois proporciona custo reduzido, rapidez e maior amplitude e exatidão (Oliveira, 2003, Rea & Parker, 2002). A amostragem foi determinada por método não probabilístico intencional, utilizando o critério da comparabilidade que demanda a análise das demonstrações financeiras dos três períodos utilizados por esta pesquisa. Assim, foi necessário excluir os FIDCs que não apresentaram demonstrações financeiras, obrigatoriamente, em todos os três exercícios que compõem o aspecto temporal da pesquisa. Estas exclusões referem-se a fundos que iniciaram suas atividades após o exercício de 2012, ou, encerraram as atividades antes do término do exercício de 2014. Foram retirados da amostra 130 fundos que encontravam-se em uma destas situações, perfazendo uma amostra de 242 fundos.

Além disso, foi identificado que alguns fundos, ainda que declarados como ativos durante o período analisado, não publicaram suas demonstrações financeiras. Estes totalizaram 48 FIDCs e foram retirados da amostra, que passou a configurar 194 fundos. Também foi percebida a presença de FIDCs que atuavam com créditos não padronizados (vencidos), e, devido as distintas características de riscos destes recebíveis, optou-se por excluí-los da amostra, representando 42 FIDCs, fazendo com que a amostra seja formada por 152 fundos. Por fim, foram retirados os FIDCs que contemplam ativos a performar, e, devido

---

<sup>1</sup> Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?admincart>

a ausência de informações sobre esta modalidade de securitização, optou-se por excluí-los da amostra. Foram identificados 4 FIDCs com esta característica, fazendo com que a amostra final seja formada por 148 FIDCs.

### 3.2 CAMPO DA PESQUISA

Na pesquisa documental foram utilizadas as demonstrações individuais dos FIDCs, mesmo nos casos em que houve consolidação com as demonstrações dos seus controladores. Esta escolha justifica-se pela possibilidade de que os controladores não sigam as mesmas normas contábeis de divulgação aplicadas aos FIDCs. Os documentos avaliados foram, especificamente, as notas explicativas relativas ao período de análise (2012 à 2014).

A definição do uso das notas explicativas para coleta de dados ampara-se no fato de que estes documentos contêm informação adicional em relação à apresentada nas demonstrações contábeis, oferecendo descrições narrativas e detalhamentos de itens divulgados nessas demonstrações (CPC 26 (R1), 2011). Além disso, as normas utilizadas na categorização dos dados determinam requisitos de divulgação que devem ser cumpridos mediante notas explicativas.

Portanto, estas fornecem condições para que as informações sobre as empresas sejam avaliadas em nível mais aprofundado quanto ao aspecto quantitativo e acompanhado de evidenciações qualitativas. Permitem, assim, avaliar a qualidade das divulgações efetuadas pelas entidades. Considerando o objetivo da presente pesquisa, a análise das notas explicativas comporta a investigação sobre a qualidade das informações sobre o risco de crédito das operações de securitização dos FIDCs, e sua possível relação com a assimetria de informações presente no mercado de capitais.

### 3.3 ROTEIRO PARA COLETA DE DADOS

Os critérios de divulgação do risco de crédito pelos FIDCs estão amparados nos instrumentos normativos que indicam quais informações devem ser divulgadas por estes fundos e qual o nível de detalhamento que deve ser atendido. As normas que determinam as evidenciações essenciais e compulsórias dos FIDCs são o CPC 40 e a ICVM nº 489/11.

O CPC 40 requer a divulgação de informações qualitativas e quantitativas sobre exposição a riscos decorrentes de instrumentos financeiros, incluindo divulgações mínimas específicas sobre risco de crédito, risco de liquidez e risco de mercado. As divulgações

qualitativas descrevem os objetivos, políticas e processos da administração para gerenciar esses riscos. As divulgações quantitativas fornecem informações sobre a extensão em que a entidade está exposta a riscos, com base nas informações fornecidas pelo pessoal chave da administração da entidade. Em conjunto, essas divulgações fornecem uma visão geral do uso, pela entidade, de instrumentos financeiros e das exposições a riscos que eles criam (CPC 40 (R1), 2012).

#### Quadro 2 - Critérios de evidenciação do risco de crédito exigidos pelo CPC 40 (R1)

Descrição do critério normativo			Aspecto
1	Item 8	Deve ser divulgado no balanço patrimonial ou nas notas explicativas, o valor contábil de cada categoria a seguir: (a) ativos financeiros pelo valor justo por meio do resultado, mostrando separadamente (i) aqueles designados dessa forma no reconhecimento inicial e (ii) os classificados como mantidos para negociação; (b) investimentos mantidos até o vencimento; (c) empréstimos e recebíveis; (d) ativos financeiros disponíveis para venda.	Quantitativo
2	Item 15	Quando a entidade possuir garantias (de ativos financeiros ou não financeiros) e estiver autorizada a vender ou rerepresentar a garantia na ausência de descumprimento por parte do detentor da garantia, a entidade deve divulgar: (a) o valor justo da garantia possuída; (b) o valor justo de qualquer garantia vendida ou renovada, e se a entidade tiver obrigação de devolvê-la; e (c) os termos e as condições associados ao uso da garantia.	Quantitativo/ Qualitativo
3	Item 16	Quando ativos financeiros sofrerem redução no valor recuperável por perdas com crédito e a entidade registrar a perda no valor recuperável em conta separada, em vez de reduzir diretamente o montante do valor contábil do ativo, deve ser divulgada a conciliação das movimentações dessa conta durante o período para cada classe de ativos financeiros.	Quantitativo
4	Item 33 (a)	Para cada tipo de risco decorrente de instrumentos financeiros, a entidade deve divulgar a exposição ao risco e como ele surge.	Quantitativo/ Qualitativo
5	Item 33 (b)	Para cada tipo de risco decorrente de instrumentos financeiros, a entidade deve divulgar seus objetivos, políticas e processos para gerenciar os riscos e os métodos utilizados para mensurar o risco.	Qualitativo
6	Item 36 (b)	A entidade deve divulgar, por classe de instrumento financeiro, descrição da garantia mantida como título e valor mobiliário ( <i>security</i> ) e de outros instrumentos de melhoria de crédito, e seus efeitos financeiros com relação ao montante que melhor representa a exposição máxima ao risco de crédito.	Quantitativo/ Qualitativo
7	Item 36 (c)	A entidade deve divulgar, por classe de instrumento financeiro, informações sobre a qualidade do crédito de ativos financeiros que não estão vencidos e tampouco com evidências de perdas.	Qualitativo
8	Item 37 (a)	A entidade deve divulgar, por classe de ativo financeiro, uma análise dos vencimentos dos ativos financeiros ( <i>aging analysis</i> ) que estão vencidos ao final do período de reporte, mas para os quais não foi considerada perda por não recuperabilidade;	Qualitativo
9	Item 37 (b)	A entidade deve divulgar, por classe de ativo financeiro, uma análise dos ativos financeiros que foram individualmente considerados sujeitos à não recuperabilidade ( <i>impaired</i> ) ao término do período de reporte, incluindo os fatores que a entidade considerou determinantes para qualificá-los como tal.	Qualitativo

Descrição do critério normativo			Aspecto
10	Item 38 (a)	A entidade deve divulgar, para as garantias e outros instrumentos de melhoria de crédito, na data de reporte, a natureza e o valor contábil dos ativos;	Quantitativo/ Qualitativo
11	Item 38 (b)	A entidade deve divulgar, para as garantias e outros instrumentos de melhoria de crédito, quando os ativos não são prontamente conversíveis em caixa, a política adotada pela entidade para alienação de tais ativos ou para seu uso em suas operações.	Qualitativo
12	Item 40(a)	A entidade deve divulgar uma análise de sensibilidade para cada tipo de risco de mercado aos quais a entidade está exposta ao fim do período contábil, mostrando como o resultado e o patrimônio líquido seriam afetados pelas mudanças no risco relevante variável que sejam razoavelmente possíveis naquela data;	Quantitativo/ Qualitativo

Fonte: Adaptado de CPC 40 (R1)

A Nota Explicativa à ICVM nº 489/11(2011) relata que os FIDCs devem aplicar os critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração dos ativos e passivos, assim como os de reconhecimento de receitas e apropriação de despesas, previstos nos Pronunciamentos CPC nºs 38, 39 e 40. Esta Nota ainda justifica que vem preencher uma lacuna regulatória existente em relação à normatização contábil dos FIDCs, trazendo os conceitos utilizados nas normas internacionais de contabilidade, emitidas pelo IASB, referentes à mensuração, classificação, apresentação e divulgação de instrumentos financeiros relativos à securitização por fundos de investimento.

A partir destas normas foram identificados os critérios compulsórios de divulgação de informações específicas sobre o risco de crédito das operações de securitização, assim como demais informações que são essenciais para a avaliação dos riscos presentes em investimentos por meio de estruturas de securitização via FIDCs.

### Quadro 3 - Critérios de evidenciação do risco de crédito exigidos pela ICVM nº 489/11

Descrição do critério normativo			Aspecto
1	Inciso I, § 8º, Art. 17	O contexto operacional deve evidenciar os riscos incorridos pelos cotistas inerentes aos investimentos.	Qualitativo
2	Inciso III (a) e IV (a), § 8º, Art. 17	Descrição das características dos direitos creditórios adquiridos pelo fundo, segregados em com e sem aquisição substancial de riscos e benefícios.	Qualitativo
3	Inciso III (b) e IV (b), § 8º, Art. 17	Valor contábil dos direitos creditórios adquiridos na proporção dos riscos e benefícios transferidos para o fundo (operações em que a aquisição substancial dos riscos e dos benefícios não possa ser definida objetivamente).	Quantitativo
4	Inciso V, § 8º, Art. 17	Devem ser evidenciadas, nas notas explicativas, informações sobre os critérios, metodologias e avaliações adotados pela instituição administradora para a definição da aquisição substancial ou não dos riscos e dos benefícios de propriedade do direito creditório objeto da operação	Qualitativo
5	Inciso VI, § 8º, Art. 17	Informar a carteira por data de vencimento, valor de provisão, tipo e natureza de ativo, segregando os valores a vencer dos vencidos.	Quantitativo/ Qualitativo

Descrição do critério normativo			Aspecto
6	Inciso VII, § 8º, Art. 17	Descrever as principais práticas de gerenciamento de riscos efetivamente adotadas pelo fundo, notadamente em relação a riscos de crédito, liquidez e juros.	Qualitativo
7	Inciso VIII, § 8º, Art. 17	Informar as taxas praticadas por grupo de operação realizada no exercício.	Quantitativo
8	Inciso IX, § 8º, Art. 17	Informar os critérios de coobrigação existentes em relação à inadimplência dos direitos creditórios, previstos ou não no contrato de cessão, informando, inclusive, qual seria o impacto no valor das cotas do fundo caso essa obrigação ou prática cessar.	Qualitativo
9	Inciso X, § 8º, Art. 17	Divulgar o valor total dos créditos readquiridos e substituídos no exercício pelo cedente, informando o valor da aquisição, resultado auferido em cada operação, saldo vincendo, se for o caso, e o motivo que deu origem à recompra e substituição.	Quantitativo/ Qualitativo
10	Inciso XI, § 8º, Art. 17	Informar a existência de garantias reais ou fidejussórias em favor do fundo;	Qualitativo
11	Inciso XII, § 8º, Art. 17	Divulgar o valor do estoque do mesmo devedor e o critério de mensuração do impacto nas parcelas a vencer relativas ao mesmo devedor em outras operações.	Quantitativo/ Qualitativo
12	Inciso XIII (a), § 8º, Art. 17	Informar os critérios de avaliação e constituição, assim como a movimentação da provisão no exercício, destacando a movimentação em função de mudanças de estimativas.	Quantitativo/ Qualitativo
13	Inciso XIII (b), § 8º, Art. 17	Informar os procedimentos adotados para realizar o acompanhamento dos direitos creditórios, no que se refere à capacidade do devedor ou garantidor de honrar os pagamentos.	Qualitativo
14	Inciso XIV, § 8º, Art. 17	Divulgar os motivos e condições na reclassificação de direitos creditórios.	Qualitativo
15	Inciso XXI, § 8º, Art. 17	Informar qual a avaliação efetuada por agência classificado de risco, o período a que se refere e a instituição avaliadora, e, se o fundo estiver dispensado da classificação de risco, informar qual o fundamento regulatório da dispensa.	Qualitativo
16	Art. 16	Deve ser evidenciado e explicado, em nota explicativa, as estimativas e mudanças de estimativas que são requeridas para determinar o custo amortizado.	Qualitativo

Fonte: Adaptado de ICVM nº 489/11

A partir da identificação dos critérios constantes em cada uma das normas que atuam na determinação dos elementos de divulgação, foi estabelecida a classificação dos mesmos em qualitativo, quantitativo e qualitativo e quantitativo. Estas categorias foram determinadas, baseadas nos estudos de Dobler (2008), Lajili & Zéghal (2005), Linsley & Shrivés (2006), Othman & Ameer (2009), Rajab & Handley-Schachler (2009) e Silva, Machado & Hein (2013). Apesar destas pesquisas analisarem de forma dicotômica o aspecto dos critério (qualitativo/quantitativo), considerando o conteúdo dos critérios utilizados nesta pesquisa, foi preciso criar um terceiro grupo, que congrega os critérios com ambos os aspectos.

### 3.4 CATEGORIZAÇÃO DOS DADOS

Devido a aplicação da técnica de análise de conteúdo, a fim de que sejam atendidos os procedimentos deste método, é preciso estabelecer a categorização dos dados, mediante análise. Oliveira (2005) relata que é necessário codificar os dados coletados a fim de que os mesmos possam ser alocados à grupos relacionados com suas características, podendo ser tabelados e contados. A codificação não é automática e demanda a observação dos critérios determinados pelo pesquisador, conforme o Quadro 2 e Quadro 3.

**Quadro 4 - Categorias de análise das informações**

<b>Categorias de análise das informações</b>	<b>Descrição</b>	<b>Escores atribuídos</b>
1	Não divulga critérios obrigatórios e não comunica o motivo para tal ausência.	0
2	Divulga que atende o critério exigido pela normatização, sem qualquer avaliação quantitativa ou qualitativa.	1
3	a) Divulga o critério exigido pela normatização apenas de forma quantitativa ou apenas qualitativamente quando é exigida a evidenciação dos dois aspectos; ou, b) Divulga parcialmente o critério.	2
4	a) Divulga o critério exigido pela normatização de forma quantitativa e qualitativa (quando aplicável); ou, b) Não divulga critérios obrigatórios, porém, comunica não a aplicação desta obrigatoriedade e o motivo para tal ausência.	3

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Verifica-se que buscou-se maior profundidade na análise de dados, considerando as principais ocorrências em termos de evidenciação contábil. Isto colabora com o entendimento de que a pesquisa qualitativa busca preservar a dinâmica enquanto análise, caracterizando pela abertura das perguntas, rejeitando-se as respostas fechadas e dicotômicas (DEMO, 2000).

Em vista disso, foram estabelecidos critérios que permitem analisar a qualidade das informações. Assim, a categoria 1 retrata a pior conjuntura em relação a divulgação das informações (ausência de informações), enquanto que a categoria 4 indica as situações em que há a divulgação de informações completas, considerando plenamente as exigência normativas.

Como informação completa, compreende-se, conforme o CPC 00 (R1), toda a informação necessária para que o usuário compreenda o fenômeno sendo retratado, incluindo todas as descrições e explicações necessárias. Para isso podem ser necessários explicações de fatos significativos sobre a qualidade e a natureza desses itens, fatos e circunstâncias que podem afetar a qualidade e a natureza deles, e os processos utilizados para determinar os números retratados, ainda que não estejam listados nas normas contábeis.

Os escores intermediários (2 e 3) retratam aspectos parciais do *disclosure* contábil, que podem ser mais próximos da ausência de informação (categoria 1) ou mais próximos da divulgação de informações completas (categoria 4). Esta sistemática permitiu atribuir escores a cada um dos critérios normativos de evidenciação a partir da análise das notas explicativas, ao longo de 2012, 2013 e 2014, de cada FIDC que compôs a amostra.

Desta forma, um FIDC que tenha atendido integralmente todos os critérios normativos pode chegar ao escore 84, visto que existem ao todo, sendo analisados por este estudo, 28 critérios normativos, sendo 12 relativos ao CPC 40 (R1) e 16 referente à ICVM nº 489/11. Quanto aos critérios extraídos do CPC 40, espera-se como nível máximo de divulgação o escore 36 (12 critérios com o escore máximo unitário de 3) e para os critérios da ICVM nº 489/11 é possível atingir o escore 48 (16 critérios com o escore máximo unitário de 3). Com a finalidade de simplificar a análise, foi efetuado o cálculo da proporção do escore atingido por cada FIDC e o escore máximo, de acordo com as normas que regem a divulgação do risco de crédito por estes fundos.

Quadro 5 – Classificação do nível de *disclosure* em quartis

Quartil	Nível de <i>disclosure</i>	Classificação
1º	0% - 25%	Ruim
2º	26% - 50%	Regular
3º	51% - 75%	Bom
4º	76% - 100%	Ótimo

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

A definição de quartis auxilia na interpretação do nível de evidenciação identificado, conforme demonstrado pelo Quadro 5. Esta classificação qualitativa dos níveis de atendimento dos critérios normativos sobre a divulgação do risco de crédito permite realizar a análise descritiva dos níveis de evidenciação encontrados.

### 3.5 HIPÓTESES DA PESQUISA

Com base na estrutura de validade preditiva, demonstrado pela Figura 1, busca-se atender aos objetivos da pesquisa. Para tanto, dispõem-se de hipóteses, estruturadas a partir dos resultados de pesquisas correlatas e da análise de fatos empíricos, que relatam os resultados esperados. As hipóteses da pesquisa são:

**H<sub>1</sub> - Os FIDCs atendem parcialmente aos requisitos normativos de evidenciação de informações sobre risco de crédito.**

**H<sub>2</sub> – O nível de atendimento dos critérios de divulgação do risco de crédito definidos pela ICVM nº 489/11 é maior em relação ao atendimento dos critérios do CPC 40.**

**H<sub>3</sub> – O nível de divulgação do risco de crédito é maior em critérios normativos qualitativos em relação aos aspectos quantitativos de evidenciação.**

**H<sub>4</sub> – O nível de divulgação do risco de crédito é influenciado por características dos FIDCs.**

**H<sub>4.1</sub> – O nível de divulgação do risco de crédito exigido pelo CPC 40 (R1) é influenciado por características dos FIDCs.**

**H<sub>4.2</sub> – O nível de divulgação do risco de crédito exigido pela ICVM nº 489/11 é influenciado por características dos FIDCs.**

A H<sub>1</sub> – Os FIDCs atendem parcialmente aos requisitos normativos de evidenciação de informações sobre risco de crédito – retrata que, mesmo existindo normas e regulamentos que determinam a divulgação compulsória de informações acerca do risco de crédito nas operações de securitização, tal ordenamento não é atendido em sua completude. Além disso, a hipótese sugere que a divulgação parcial realizada é significativamente inferior em relação ao nível de evidenciação determinado pelos critérios normativos.

A H<sub>2</sub> – O nível de atendimento dos critérios de divulgação do risco de crédito definidos pela ICVM nº 489/11 é maior em relação ao atendimento dos critérios do CPC 40 – estabelece a perspectiva de que o nível de atendimento dos instrumentos normativos pelos FIDCs é diferente quanto aos órgãos que os emitem. Esta hipótese estabelece que há um comportamento distinto entre os FIDCs em relação à origem dos regulamentos.

Em relação à H<sub>3</sub> – O nível de divulgação do risco de crédito é maior em critérios normativos qualitativos em relação aos aspectos quantitativos de evidenciação – são considerados os critérios normativos quanto aos aspectos que podem configurar (quantitativo; qualitativo; e, qualitativo e quantitativo, concomitantemente). A hipótese retrata que os FIDCs atendem mais os critérios normativos qualitativos, enquanto que os critérios normativos quantitativos não recebem o mesmo tratamento. Para isso, indica que o nível de atendimento é significativamente diferente entre estes os aspectos de qualitativos e quantitativos.

Por fim, H<sub>4</sub> – O nível de divulgação do risco de crédito é influenciado por características dos FIDCs – indica a existência de fatores que interferem na divulgação do

risco de crédito pelos FIDCs. Diante disso, esta hipótese relata que a evidenciação do risco de crédito não é um evento aleatório, sendo condicionado por determinantes.

Para responder à questão de pesquisa e testar as hipóteses listadas, a pesquisa necessita de análises quantitativas, amparadas por testes estatísticos. Considerando que cada hipótese trata de uma perspectiva do objeto de pesquisa, utilizaram-se testes específicos às suas características.

### 3.6 PROCEDIMENTOS ESTATÍSTICOS

A pesquisa quantitativa descreve situações utilizando critérios quantitativos que estabelecem proporções e correlações entre as variáveis observadas, procurando por elementos que permitam a comprovação das hipóteses defendidas (Dencker & Viá, 2001). Para avaliar  $H_1$  foi aplicado Teste  $t$  de Student sobre a média populacional a partir de uma amostra aleatória. A fim de complementar a análise destes resultados, aplicou-se o Teste  $t$  com amostras pareadas, observando a variação ocorrida ao longo do tempo. A  $H_2$  foi testada por meio de Teste  $t$  com amostras independentes, enquanto que  $H_3$  utilizou teste não paramétrico de Kruskal-Wallis. Para testar  $H_4$  foi necessário utilizar regressão linear simples e múltipla. O *software* utilizado foi o SPSS 20.

A avaliação da distribuição das variáveis é efetuada por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov, em vista de se tratar de uma amostra grande, com 148 casos. A equação deste teste é formada por:

$$D_{cal} = \max\{|F_{esp}(X_i) - F_{obs}(X_i)|; |F_{esp}(X_{i-1}) - F_{obs}(X_{i-1})|\} \quad \text{Equação (1)}$$

Este teste, que possui intervalo de confiança de 95%, possui as seguintes hipóteses:

$H_0$ : A amostra provém de uma distribuição normal.

$H_1$ : A amostra não provém de uma distribuição normal.

A Tabela 1 indica o teste de normalidade, considerando o intervalo de confiança de 95%. Ou seja, as variáveis que apresentam Sig. maior que 0,05 podem ser consideradas normais, enquanto que as variáveis que apresentam Sig. menor que 0,05 não possuem distribuição normal. As variáveis utilizadas neste teste foram os escores obtidos em cada ano separados por norma.

Tabela 1 – Teste de normalidade das variáveis que representam o nível de divulgação do risco de crédito pelos FIDCs

Variáveis	Kolmogorov-Smirnov			Assimetria	Curtose
	Estatística	Grau de Liberdade	Sig.		
ICMV_2012	0,078	148	0,028	0,208	-0,478
ICVM_2013	0,067	148	0,096	0,321	-0,017
ICVM_2014	0,084	148	0,013	0,199	0,225
CPC_2012	0,207	148	0,000	1,131	5,032
CPC_2013	0,252	148	0,000	1,159	4,540
CPC_2014	0,245	148	0,000	0,751	3,356
Crítérios Qualitativos	0,100	148	0,001	1,172	3,049
Crítérios Quantitativos	0,141	148	0,000	-0,518	0,044
Crítérios Qualitativos e Quantitativos	0,094	148	0,003	0,573	1,095

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Observa-se que apenas a variável que representa o atendimento da ICVM nº 489/11 no ano de 2013 apresenta normalidade por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov. Contudo, Marôco (2010) afirma que é permitido pressupor a normalidade dos dados quando as medidas de assimetria e curtose representam, respectivamente, valores inferiores a 3 e 7.

Além disso, Hair Junior et al. (2009) explicam que deve-se considerar o tamanho da amostra para determinar a normalidade dos dados. Compreende-se que grandes amostras tem o poder de aumentar o poder estatístico por redução do erro de amostragem, reduzindo os efeitos nocivos da não normalidade, desde que não ocorra a violação de demais pressupostos, como, por exemplo, a homoscedasticidade, no caso do uso da variável em teste de regressão múltipla.

A fim de avaliar a variância populacional das hipóteses que representam os níveis de divulgação, foi efetuado o Teste Levene, considerando intervalo de confiança de 95% e as seguintes hipóteses:

$H_0$ : As variâncias populacionais dos dois grupos são homogêneas.

$H_1$ : As variâncias populacionais dos dois grupos não são homogêneas.

Tabela 2 – Identificação da presença de homogeneidade da variância populacional

	Levene	Grau de liberdade1	Grau de liberdade 2	Sig.
ICVM_2012 – ICVM_2013	8,681	1	294	0,053
ICVM_2013 – ICVM_2014	0,945	1	294	0,332
CPC_2012 – CPC_2013	0,200	1	294	0,655
CPC_2013 – CPC_2014	0,000	1	294	0,983
ICVM_2012 – CPC_2012	62,043	1	294	0,000
ICVM_2013 – CPC_2013	21,076	1	294	0,000
ICVM_2012 – CPC_2013	13,881	1	294	0,000
Aspectos dos critérios de evidenciação	34,897	2	441	0,000

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Os resultados obtidos por meio do Teste Levene permitem constatar a existência de homogeneidade quanto às variáveis que comparam o nível de evidenciação relacionado à ICVM nº 489 nos anos de 2012-2013 e 2013-2014. Também é encontrada homogeneidade nas variáveis que comparam o nível de evidenciação relacionado ao CPC 40 (R1) nos anos de 2012-2013 e 2013-2014. Encontra-se homogeneidade nestas variáveis visto que Sig. é maior que 0,05, aceitando  $H_0$ .

Quanto às variáveis que comparam o nível de atendimento dos critérios de divulgação da ICVM nº 489/2011 e do CPC 40 (R1) nos anos de 2012 à 2013, foi possível identificar que não foi encontrada a homogeneidade das variâncias, visto que o Sig. foi inferior a 0,05, levando à rejeição de  $H_0$ . O mesmo resultado é atribuído à variável que avalia os níveis de divulgação segregados quanto aos aspectos dos critérios normativos de divulgação.

### **3.6.1 Hipótese 1 – Os FIDCs atendem parcialmente aos requisitos normativos de evidenciação de informações sobre risco de crédito**

A Hipótese 1 – Os FIDCs atendem parcialmente aos requisitos normativos de evidenciação de informações sobre risco de crédito – é testada por meio do Teste  $t$  de Student sobre a média populacional a partir de uma amostra aleatória. Conforme Fávero, Belfiore, Silva & Chan (2009) este teste é utilizado quando não se conhece a variância populacional e se tem como objetivo testar se uma média populacional assume ou não determinado valor. Para tanto, é preciso que a variável avaliada possua distribuição normal padrão.

Conforme os testes representados pela Tabela 1, acompanhados das justificativas de Marôco (2010) e Hair Junior. et al. (2009), todas as variáveis atendem ao pressuposto da normalidade e podem ser avaliadas por meio de testes paramétricos. O teste de médias utilizou a seguinte equação:

$$t = \frac{\bar{x} - \mu_0}{\frac{s}{\sqrt{n}}} \quad \text{Equação (2)}$$

Onde:

- $\bar{x}$ : média da amostra;
- $\mu_0$ : valor fixo usado para comparação com a média da amostra (444 para critérios extraídos da ICVM nº 489/11 e 36 para critérios obtidos por meio do CPC 40 (R1);
- $s$ : desvio padrão amostral; e,
- $n$ : tamanho da amostra.

Este teste, que possui intervalo de confiança de 95%, possui as seguintes hipóteses:

$H_0$ : A média da amostra não é diferente da média populacional.

$H_1$ : A média da amostra é diferente da média populacional.

Neste caso, aceitar  $H_0$  corresponde à obtenção de Sig. a partir de 0,05, o que significa que as médias dos níveis de divulgação, encontrados por meio das notas explicativas, não são diferentes do nível de divulgação exigido pela regulamentação. Entretanto, se o Sig. do teste for inferior a 0,05, demonstra que  $H_0$  não deve ser aceita, representando que existe diferença significativa entre o nível de divulgação praticado pelos FIDCs do nível de divulgação exigido pela regulamentação.

A fim de complementar a análise destes resultados foi necessário comparar a evidenciação realizada em 2013 em relação à 2012 e em 2014 em comparação à 2013, sendo segregada por tipo de norma. Para isso aplicou-se Teste  $t$  com amostras pareadas com a finalidade de verificar se as médias de evidenciação possuem diferenças significativas ao longo do período analisado. Este teste também possui o pressuposto de normalidade dos dados, já demonstrado pela Tabela 1, e depende da homogeneidade das variâncias, constatada por meio da Tabela 2. Considerando o atendimento destes pressupostos, a equação que representa o Teste  $t$  com amostras pareadas é:

$$t = \frac{\bar{d}}{\frac{s_d}{\sqrt{n}}} \quad \text{Equação (3)}$$

Onde:

- $\bar{d}$  : média da diferença entre as variáveis pareadas;
- $s_d$ : desvio padrão da diferença entre as duas variáveis pareadas; e,
- $n$ : tamanho da amostra.

O Teste  $t$  com amostras pareadas foi aplicado com intervalo de confiança de 95% e possui as seguintes hipóteses estatísticas:

$H_0$ : As médias das amostras não são diferentes.

$H_1$ : As médias das amostras são diferentes.

Este teste leva à aceitar  $H_0$  quando Sig. for a partir 0,05, o que significa que as médias dos níveis de divulgação comparados ano a ano não são diferentes. Entretanto, se o Sig. do teste for inferior a 0,05, demonstra que  $H_0$  não deve ser aceita, representando que existe diferença significativa no nível de divulgação praticado pelos FIDCs ao longo do período analisado.

### **3.6.2 Hipótese 2 – O nível de atendimento dos critérios de divulgação do risco de crédito definidos pela ICVM nº 489/11 é maior em relação ao atendimento dos critérios do CPC 40**

Esta hipótese foi avaliada por intermédio do Teste  $t$  com amostras independentes, que, de acordo com Favero et al. (2010) é aplicado para testar se as médias de duas amostras aleatórias extraídas de uma mesma população são ou não significativamente diferentes. Este teste é adequado a esta hipótese, que compara o nível de evidenciação do risco de crédito dos FIDCs conforme os critérios extraídos da ICVM nº 489/11 e do CPC 40 (R1).

O método comparativo, que correspondente ao estudo das semelhanças e das diferenças, contribui para uma melhor compreensão do comportamento de objetos de pesquisa, traçando indícios para as explicações dos fenômenos (Marconi & Lakatos, 2006-b). Destaca-se a importância de que seus procedimentos sejam executados com rigoroso controle, a fim de que os resultados possam ser generalizados (Silva, 2005).

Os requisitos necessários para aplicar o Teste  $t$  com amostras independentes são de que as variáveis tenham distribuição normal. Além disso, deve-se observar se existe homogeneidade das variâncias, por meio do Teste Levene, sendo preciso utilizar equação

específica conforme esta característica. As variáveis utilizadas neste teste foram os escores de evidenciação por tipode norma em cada ano. Quanto à normalidade, já houve constatação por meio dos resultados apresentados na Tabela 1. E, em relação ao Teste Levene, os resultados, por meio da Tabela 2, indicam que é possível constatar a ausência de homogeneidade, visto que Sig. é menor que 0,05 em todas as combinações de variáveis, ao longo do período avaliado. Isto leva a rejeitar a  $H_0$  deste teste. Considerando estes resultados, a equação que representa o Teste  $t$  com amostras independentes é:

$$t = \frac{(\bar{x}_1 - \bar{x}_2)}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}} \quad \text{Equação (4)}$$

Onde:

- $\bar{x}$ : média da amostra;
- $s$ : Desvio padrão; e,
- $n$ : Tamanho das amostras.

O Teste  $t$  com amostras independentes foi aplicado com intervalo de confiança de 95% e possui as seguintes hipóteses estatísticas:

$H_0$ : As médias das amostras não são diferentes.

$H_1$ : As médias das amostras são diferentes.

O teste de hipóteses do Teste  $t$  com amostras independentes leva à aceitar  $H_0$  quando Sig. for a partir 0,05, o que significa que as médias dos níveis de divulgação dos critérios de cada norma não são diferentes. Entretanto, se o Sig. do teste for inferior a 0,05, demonstra que  $H_0$  não deve ser aceita, representando que existe diferença significativa no nível de divulgação quanto aos critérios normativos da ICVM nº 489/11 e do CPC (R1) 40.

### **3.6.3 Hipótese 3 – O nível de divulgação do risco de crédito é maior em critérios normativos qualitativos em relação aos aspectos quantitativos de evidenciação**

A avaliação da normalidade das variáveis foi efetuada por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov, em vista de se tratar de uma amostra grande, com 444 casos (a variável dependente representa os dados dos três critérios dos 148 FIDCs). A Tabela 1 indica

que não existe normalidade por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov, rejeitando a hipótese nula que representa normalidade da distribuição dos dados. Contudo, Marôco (2010) afirma que é permitido pressupor a normalidade dos dados quando as medidas de assimetria e curtose representam, respectivamente, valores inferiores a 3 e 7.

A homogeneidade das variâncias foi avaliada por meio do Teste Levene, cujos resultados estão apresentados na Tabela 2. Verifica-se que o pressuposto da homogeneidade das variâncias não foi atendido, em vista do Sig. ser menor que 0,05. Isto leva à rejeição da hipótese nula de homogeneidade das variâncias. Em vista do não atendimento do pressuposto da homogeneidade das variâncias, utiliza-se o teste não paramétrico Kruskal-Wallis (McClave, Benson & Sincich, 2009).

A fim de testar a Hipótese 3 da pesquisa, utilizou-se este teste que busca verificar a diferença entre as médias da divulgação do risco de crédito dos FIDCs considerando os aspectos dos critérios normativos. Estes foram avaliados sob 3 perspectivas, sendo aspectos qualitativos, quantitativos e qualitativos e quantitativos. A variável independente, categórica, representou os três aspectos dos critérios, enquanto a variável dependente, numérica, identifica a soma das médias anuais da divulgação praticada por cada FIDC, segregadas por tipo de aspecto de evidenciação.

O objetivo deste teste é decidir se k amostras independentes provêm de populações diferentes (Siegel & Castellan Jr., 2006). A equação que representa este teste é:

$$kw = \left[ \frac{12}{N.(N+1)} \right] \cdot \left[ \frac{\sum R_1^2}{n_1} + \frac{\sum R_2^2}{n_2} + \frac{\sum R_3^2}{n_3} \right] - 3.(N + 1) \quad \text{Equação (5)}$$

Onde:

- N: número de dados em todos os grupos;
- $n_i$ : tamanho das amostras; e,
- $\sum R$ : somatória dos postos em cada grupo.

O Teste de Kruskal-Wallis foi aplicado com intervalo de confiança de 95% e possui as seguintes hipóteses estatísticas:

$H_0$ : As k amostras provêm da mesma população ou de populações idênticas.

$H_1$ : As k amostras provêm de populações diferentes.

O teste de hipóteses de Kruskal-Wallis no contexto da Hipótese 3 deste estudo – O nível de divulgação do risco de crédito é maior em critérios normativos qualitativos em relação aos aspectos quantitativos de evidenciação – leva à aceitar  $H_0$  quando Sig. for a partir 0,05, o que significa que o nível de divulgação em função dos aspectos dos critérios normativos são idênticos. Entretanto, se o Sig. do teste for inferior a 0,05, demonstra que  $H_0$  não deve ser aceita, representando que existe diferença significativa no nível de divulgação quanto aos aspectos dos critérios normativos.

#### **3.6.4 Hipótese 4 – O nível de divulgação do risco de crédito é influenciado por características dos FIDCs**

A Hipótese 4 do estudo é avaliada sob a perspectiva de regressão linear múltipla e simples, onde busca-se verificar se o nível de divulgação do risco de crédito dos FIDCs é influenciado por características destes fundos. Cunha & Coelho et al. (2012) destacam que a análise de regressão é utilizada, principalmente, com o propósito de previsão. Portanto, visa medir o grau de relacionamento entre as variáveis que devem ser classificadas em dependentes e independentes.

Estes testes estatísticos são aplicados com a finalidade de avaliar a relação entre os fatores listados (variáveis independentes) e o nível de evidenciação sobre o risco (variável dependente), visando explicar as causas do cumprimento e/ou incumprimento dos critérios normativos de divulgação de informações. A variável independente é o antecedente e a variável dependente é a consequência (Marconi & Lakatos, 2006-b). É possível fazer previsões a partir das variáveis independentes para as variáveis dependentes, sendo possível explicar um fato ou fenômeno.

A função matemática que descreve o modelo da regressão linear simples é dada pela seguinte equação:

$$Y = \beta_0 + \beta x + \varepsilon \quad \text{Equação (6)}$$

Onde:

- $Y$ : variável dependente;
- $x$ : variável independente;
- $\beta$ : parâmetro de regressão; e,
- $\varepsilon$ : erro da regressão.

A função matemática que descreve o modelo da regressão linear múltipla é dada pela seguinte equação:

$$Y = \beta_0 + \beta_1x_1 + \beta_2x_2 + \dots + \beta_nx_n + \varepsilon \quad \text{Equação (6)}$$

Onde:

- $Y$ : variável dependente;
- $x$ : variáveis independentes;
- $\beta$ : parâmetros de regressão; e,
- $\varepsilon$ : erro da regressão.

A variável dependente deste estudo é caracterizada pelo nível de evidenciação do risco de crédito (NERC) das operações de securitização dos FIDCs, considerando critérios normativos de divulgação compulsória. A determinação do nível de evidenciação é efetuada por meio de escores que representam o atendimento dos requisitos normativos, observado a partir dos fatos empíricos (publicação das notas explicativas das demonstrações financeiras), em relação à divulgação completa que deve ser realizada, conforme definido por instrumentos normativos. Esta variável é classificada como quantitativa discreta.

Em vista do estudo analisar a divulgação do risco de crédito dos FIDCs no ano de 2012, 2013 e 2014, foi preciso aplicar regressão linear múltipla em cada um destes três anos. Além disso, o nível de divulgação é dado por meio da observação de dois regulamentos (ICMV nº 489/11 e CPC 40 (R1)). Por este motivo, o nível de divulgação foi avaliado por tipo de norma de evidenciação, permitindo avaliar se os determinantes de cumprimento do nível de evidenciação são os mesmos em ambos os instrumentos normativos.

No ano de 2012, existem duas variáveis dependentes, sendo o nível de evidenciação do risco de créditos conforme os critérios normativos da ICVM nº 489/11 (NERC\_ICVM\_2012) e o nível de evidenciação do risco de crédito em conformidade com os critérios extraídos do CPC 40 (R1) (NERC\_CPC\_2012). Em 2013 são avaliadas as variáveis NERC\_ICVM\_2013 e NERC\_CPC\_2013, enquanto que em 2014, as variáveis dependentes são representadas por NERC\_ICVM\_2014 e NERC\_CPC\_2014.

As variáveis explicativas foram selecionadas considerando os objetivos propostos pela pesquisa. A seguir são apresentadas as variáveis explicativas utilizadas neste estudo.

Quadro 6 – Descrição das variáveis explicativas

Descrição da Variável	Nome	Classificação	Tipo	Operacionalização	Referências	Fonte
Tipo de ativo quanto ao segmento do originador	SEG	Qualitativa / Nominal	<i>Dummy</i>	1 para Multisegmento e 0 para Outros	Amran, Bin & Hassan (2009); Elzahar & Hussainey (2012); Hassan (2009); Madrigal, Guzmán & Guzmán (2015); e, Rajab & Handley-Schachler (2009)	Notas explicativas
Tamanho do FIDC	TAM	Quantitativa/ Contínua	Decimal	Raiz quadrada do ativo total	Amran, Bin & Hassan (2009); Baroma (2014); Elzahar & Hussainey (2012); Linsley & Shrivs (2006); e, Madrigal, Guzmán & Guzmán (2015)	Notas explicativas
Forma de constituição do FIDC	FOR	Qualitativa/ Nominal	<i>Dummy</i>	1 para Fechado e 0 para Aberto	Garcia, Fadel & Moraes (2015)	Notas explicativas
Estrutura das cotas dos FIDCs	EST	Qualitativa/ Nominal	<i>Dummy</i>	1 para Cotas Subordinadas e Seniores e 0 para Cotas Subordinadas	Pinheiro (2008)	Notas explicativas
Rentabilidade	REN	Quantitativa/ Contínua	Decimal	Rentabilidade média apresentada pelo fundo	Dantas et al. (2010) e Domínguez & Gámez (2014)	Notas explicativas
Empresa de auditoria	AUD	Qualitativa / Nominal	<i>Dummy</i>	1 para <i>Big Four</i> e 0 para Outras	Atanasovski, (2015) e Maia, Formigoni & Silva (2012)	Notas explicativas
Empresa administradora	ADM	Qualitativa / Nominal	<i>Dummy</i>	1 para Administradoras mais abrangentes e 0 para Administradoras menos abrangentes	-	Notas explicativas
Prazo de vigência do FIDC	PZO	Qualitativa / Nominal	<i>Dummy</i>	1 para Determinado e 0 para Indeterminado	-	Notas explicativas
Idade do FIDC	IDE	Quantitativa/ Discreta	Decimal	Anos completos	-	Notas explicativas

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Devido a presença de variáveis *dummies*, foi necessário empregar métodos de classificação, conforme as características de cada variável, atendendo a literatura e as evidências empíricas. Destaca-se ainda que as variáveis SEG, FOR, EST, ADM e PZO

apresentam os mesmos dados para todo o período analisado enquanto que as variáveis TAM, REN, AUD e IDE possuem dados específicos para cada ano. Portanto, é preciso fazer a segregação destas variáveis em TAM\_2012, TAM\_2013 e TAM\_2014; REN\_2012, REN\_2013 e REN\_2014; AUD\_2012, AUD\_2013 e AUD\_2014; e, IDE\_2012, IDE\_2013 e IDE\_2014.

Para que os resultados dos testes sejam fidedignos, é necessário que as pressuposições do modelo sejam atendidas, como por exemplo, a normalidade dos dados. Em caso de não atendimento da normalidade pode-se realizar a transformação dos dados. Segundo Hair et al. (2009), a transformação de dados, além de contribuir para corrigir violações da normalidade, pode contribuir para a melhoria das relações entre variáveis. Destaca-se que houve a necessidade de efetuar a transformação da variável independente que representa o tamanho dos FIDCs (TAM), sendo aplicada a raiz quadrada do valor do ativo total. Quanto à variável que representa a rentabilidade dos FIDCs, foi preciso estabelecer a média da rentabilidade que cada fundo apresenta, considerando as emissões de cotas que os compõe e que ainda não foram resgatadas até a data de publicação das demonstrações financeiras.

Destaca-se ainda que as variáveis ADM, PZO e IDE estão sendo analisadas de forma inédita, não existindo pesquisas anteriores que avaliaram estas informações. A opção por escolher estas variáveis baseia-se no conhecimento empírico a respeito das relações dos FIDCs com seus intervenientes e as características específicas deste tipo de entidade.

Quadro 7 – Descrição das equações da regressão linear múltipla por ano e por regulamento

Ano	Regulamento	Equações
2012	ICVM nº 489/11	$NERC\_ICVM\_2012 = SEG.\beta_{seg} + TAM\_2012.\beta_{tam} + FOR.\beta_{for} + EST.\beta_{est} + REN\_2012.\beta_{ren} + AUD\_2012.\beta_{aud} + ADM.\beta_{adm} + PZO.\beta_{pzo} + IDE\_2012.\beta_{ide} + \varepsilon$
	CPC 40 (R1)	$NERC\_CPC\_2012 = SEG.\beta_{seg} + TAM\_2012.\beta_{tam} + FOR.\beta_{for} + EST.\beta_{est} + REN\_2012.\beta_{ren} + AUD\_2012.\beta_{aud} + ADM.\beta_{adm} + PZO.\beta_{pzo} + IDE\_2012.\beta_{ide} + \varepsilon$
2013	ICVM nº 489/11	$NERC\_ICVM\_2013 = SEG.\beta_{seg} + TAM\_2013.\beta_{tam} + FOR.\beta_{for} + EST.\beta_{est} + REN\_2013.\beta_{ren} + AUD\_2013.\beta_{aud} + ADM.\beta_{adm} + PZO.\beta_{pzo} + IDE\_2013.\beta_{ide} + \varepsilon$
	CPC 40 (R1)	$NERC\_CPC\_2013 = SEG.\beta_{seg} + TAM\_2013.\beta_{tam} + FOR.\beta_{for} + EST.\beta_{est} + REN\_2013.\beta_{ren} + AUD\_2013.\beta_{aud} + ADM.\beta_{adm} + PZO.\beta_{pzo} + IDE\_2013.\beta_{ide} + \varepsilon$
2014	ICVM nº 489/11	$NERC\_ICVM\_2014 = SEG.\beta_{seg} + TAM\_2014.\beta_{tam} + FOR.\beta_{for} + EST.\beta_{est} + REN\_2014.\beta_{ren} + AUD\_2014.\beta_{aud} + ADM.\beta_{adm} + PZO.\beta_{pzo} + IDE\_2014.\beta_{ide} + \varepsilon$
	CPC 40 (R1)	$NERC\_CPC\_2014 = SEG.\beta_{seg} + TAM\_2014.\beta_{tam} + FOR.\beta_{for} + EST.\beta_{est} + REN\_2014.\beta_{ren} + AUD\_2014.\beta_{aud} + ADM.\beta_{adm} + PZO.\beta_{pzo} + IDE\_2014.\beta_{ide} + \varepsilon$

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Considerando que a pesquisa analisa a evidenciação do risco de crédito por período e por tipo de regulamento, é preciso aplicar a regressão linear múltipla por norma e por ano, respeitando os dados disponíveis. Em vista disso, o Quadro 7 demonstra as equações utilizadas em cada teste.

### 3.6.4.1 *Outliers*

Os *outliers* são observações atípicas, sendo notavelmente diferentes das outras observações, demonstrando ser inconsistentes com a amostra (Rodrigues & Paulo, 2012). Conforme Hair Junior. et al. (2009), é preciso identificar as observações atípicas problemáticas que não representam coerência com a amostra e que podem distorcer os resultados dos testes estatísticos. Após a identificação destes casos, é preciso decidir se devem excluídos ou permanecer na análise.

A aplicação da regressão linear múltipla neste estudo utiliza quatro variáveis caracterizadas como quantitativas (numéricas). Estas são representadas pela variável dependente NERC e pelas variáveis independentes TAM, REN e IDE. Estas foram avaliadas com a finalidade de identificar a presença de *outliers*.

Conforme Rodrigues & Paulo (2012), aplica-se a padronização das variáveis a fim de identificar os casos que estão fora dos intervalos da distribuição. Nesta análise, considera-se que em amostra grandes ( $n > 80$ ) os *outliers* são representados por  $scores \geq 3,0$ . A equação para padronizar as variáveis é dada por:

$$z = \frac{X_i - \bar{X}}{s} \quad \text{Equação (7)}$$

Onde:

- $X$ : observação;
- $\bar{X}$ : média amostral; e,
- $s$ : desvio padrão da amostra.

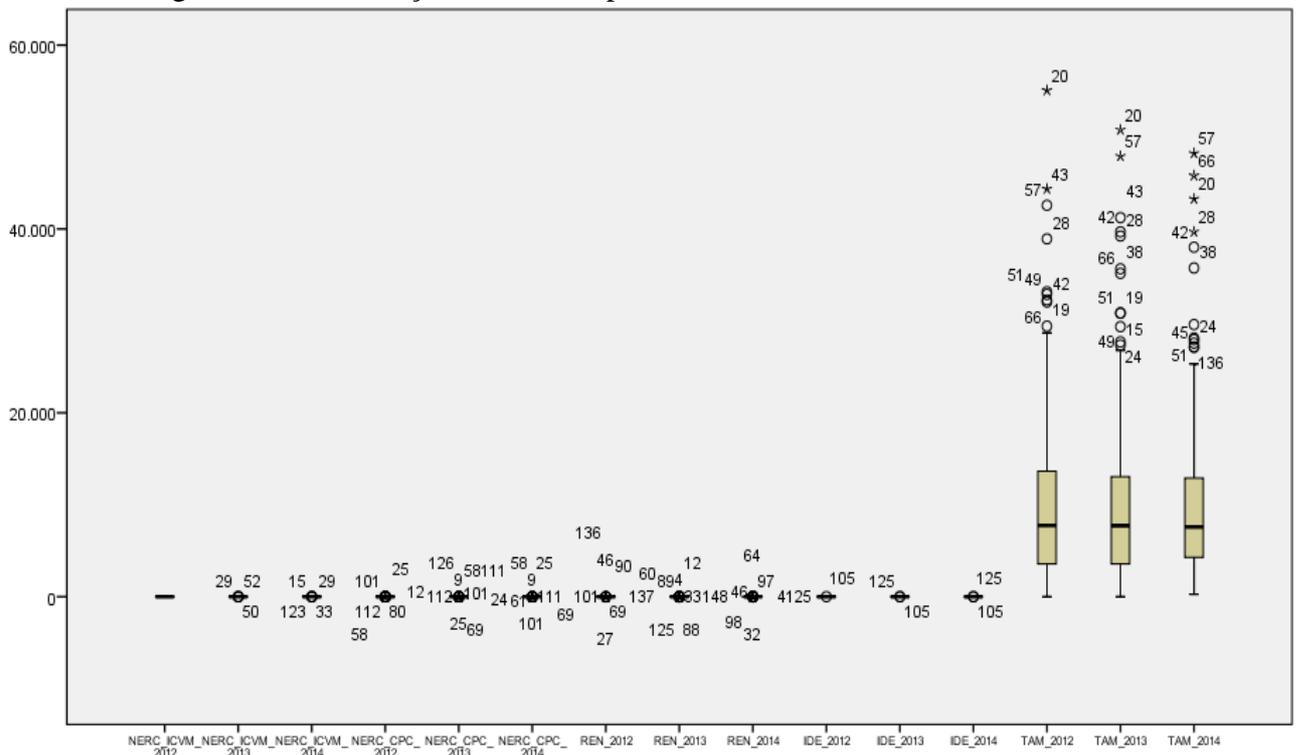
Com a padronização das variáveis utilizadas no modelo regressão, obtiveram-se os resultados demonstrados na Tabela 3.

Tabela 3 – Identificação dos *outliers*

Variáveis	2012			2013			2014		
	Mínimo	Máximo	Casos com Zscore $\geq \pm 3,0$	Mínimo	Máximo	Casos com Zscore $\geq \pm 3,0$	Mínimo	Máximo	Casos com Zscore $\geq \pm 3,0$
NERC_ICVM	-2,3102	2,6315	Não há <i>outliers</i>	-2,16843	2,84345	Não há <i>outliers</i>	-2,6865	2,6841	Não há <i>outliers</i>
NERC_CPC	-2,7094	4,2904	12, 77, 80 e 125	-2,6483	4,6608	12	-2,7136	3,5543	12 e 80
TAM	-1,0756	4,63715	20, 43 e 57	-1,0600	4,1531	20, 42, 43 e 57	-1,0916	4,0577	20, 28, 57 e 66
REN	-0,2511	11,9995	129	-2,3615	9,2695	34	-0,8209	9,6673	34 e 90
IDE	-1,3442	3,0658	105	-1,2912	2,8037	Não há <i>outliers</i>	-1,3138	2,8828	Não há <i>outliers</i>

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

A retirada destes *outliers* não foi suficiente para encontrar a normalidade dos dados da variável REN, sendo preciso complementar a análise dos *scores* padronizados com a observação do Box-Plot, representando um teste de detecção univariado de *outliers*. Fávero et al. (2009) explica que o Box-Plot é uma representação gráfica de algumas medidas de localização, correspondentes de máximo e de mínimo, à mediana e ao 1º e 3º quartis (Q1 e Q3) de uma variável. Deste modo, propicia uma melhor visualização de como se comporta a distribuição das variáveis e possibilita um estudo sobre a existência de *outliers*.

Figura 3 – Identificação de *outliers* por meio de Box-Plot

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

A partir da análise da Tabela 3 e da Figura 3 compreende-se que são considerados *outliers* das regressões lineares múltiplas os casos com as seguintes variáveis dependentes:

- NERC\_ICVM\_ 2012: 19, 20, 27, 28, 42, 43, 46, 49, 51, 57, 66, 69, 90, 101, 105, 129 e 136;
- NERC\_ICVM\_ 2013: 4, 12, 15, 19, 20, 24, 28, 29, 33, 34, 38, 42, 43, 49, 50, 52, 57, 60, 66, 88, 89, 105, 125 e 137;
- NERC\_ICVM\_ 2014: 4, 15, 20, 24, 28, 29, 32, 33, 34, 38, 42, 45, 46, 51, 57, 64, 66, 90, 97, 98, 105, 123, 125, 136 e 148;
- NERC\_CPC\_ 2012: 12, 19, 20, 25, 27, 28, 42, 43, 46, 49, 51, 57, 58, 66, 69, 77, 80, 90, 101, 105, 125, 129 e 136;
- NERC\_CPC\_ 2013: 4, 9, 12, 15, 19, 20, 24, 25, 28, 29, 33, 34, 38, 42, 43, 49, 57, 58, 60, 66, 69, 88, 89, 101, 105, 111, 112, 125, 126 e 137; e,
- NERC\_CPC\_ 2014: 4, 9, 12, 20, 24, 25, 28, 32, 34, 38, 42, 45, 46, 51, 57, 58, 61, 64, 66, 69, 80, 90, 97, 98, 101, 105, 111, 125, 136 e 148.

Em virtude da quantidade de casos identificados como *outliers*, optou-se por usar a técnica *winsoring*, proposto pelo bioestatístico C. P. Winsor, a fim de manter todos os elementos da amostra. Este procedimento realiza a ordenação e substituição dos valores extremos superiores e inferiores por valores estabelecidos como limite, permitindo que a normalidade dos dados seja obtida, e, assim, tolerando o uso de todos os casos do estudo na regressão linear múltipla. As variáveis REN\_2012, REN\_2013 e REN\_2014 passaram por este procedimento, sendo aplicado um limite inferior de 5% e superior de 95%. As demais variáveis foram mantidas com seus dados originais, mesmo apresentando *outliers* por meio da padronização e do *box-plot*, visto que atendem ao pressuposto da normalidade.

#### 3.6.4.2 Pressupostos da Regressão Linear Múltipla

Para que a regressão linear múltipla apresente resultados consistentes, é necessário cumprir um conjunto de pressupostos. Cunha & Coelho (2012) destacam que estes pressupostos devem contemplar a normalidade dos resíduos, a homocedasticidade dos resíduos, linearidade dos coeficientes, ausência de autocorrelação serial dos resíduos e multicolinearidade entre as variáveis independentes.

- Normalidade dos Resíduos

Espera-se que os resíduos presentes no intervalo das observações apresentem distribuição normal. Este pressuposto é necessário em face de permitir definir o intervalo de confiança e os testes de significância (Cunha & Coelho, 2012). Para isso, utiliza-se o teste de Kolmogorov-Smirnov, demonstrado por meio da Equação (1).

- Homocedasticidade dos Resíduos

O conjunto de resíduos específicos de cada observação das variáveis independentes deve ter variância constante ou homogênea em toda a sua extensão. Isto leva à expectativa de que a dispersão da variável dependente mantém-se constante em relação às variáveis independentes (Cunha & Coelho, 2012). A fim de diagnosticar a homocedasticidade dos resíduos utiliza-se o teste de Pesarán-Pesarán. Este teste consiste na estatística F aplicada à regressão onde a variável dependente é quadrado dos resíduos e a variável independente é constituída pelos valores estimados da variável dependente (Y). O Teste Pesarán-Pesarán foi aplicado com intervalo de confiança de 95% e possui as seguintes hipóteses estatísticas:

$H_0$ : Presença de homocedasticidade.

$H_1$ : Ausência de homocedasticidade.

- Linearidade dos Coeficientes

A linearidade da relação demonstra o nível de associação entre a variável dependente e as variáveis independentes (Cunha & Coelho, 2012). O diagnóstico da relação ocorre por meio da observação do gráfico de dispersão.

- Ausência de Autocorrelação Serial dos Resíduos

Para que o modelo de regressão seja adequado, é necessário que a correlação entre os resíduos ao longo do espectro das variáveis independentes seja zero. Esta condição denota que o efeito de uma observação em dada variável independente não produz efeito sobre as próximas observações, inexistindo causalidade entre os resíduos e a variável independente.

Isto permite considerar que a variável dependente é influenciada apenas pelas observações registradas pelas variáveis independentes e não pelos resíduos, visto que estes são independentes (Cunha & Coelho, 2012). O teste de Durbin-Watson é utilizado com a finalidade de identificar a existência de autocorrelação serial, sendo utilizada a seguinte equação:

$$DW = \frac{\sum(e_{i+1} + e_i)^2}{\sum e^2} \quad \text{Equação (8)}$$

Onde:

- $e$ : resíduo de cada observação.

O Teste de Durbin-Watson foi aplicado com intervalo de confiança de 95% e possui as seguintes hipóteses estatísticas:

$H_0$ : afirma que há ausência de autocorrelação residual.

$H_1$ : afirma que não há ausência de autocorrelação residual.

- Ausência de Multicolinearidade das Variáveis Independentes

A multicolinearidade das variáveis independentes ocorre quando estas possuem alto grau de correlação, em virtude de possuir informações similares, influenciando na perda de significância da explicação do fenômeno analisado (Cunha & Coelho, 2012). A identificação da multicolinearidade pode ser feita por meio da identificação de coeficientes de determinação alto e coeficientes de regressão linear com Sig. inferiores à  $\alpha$ . Complementa-se esta análise com a aplicação do teste do Fator de Inflação da Variância (FIV). De acordo com Hair Jr. et al. (2009) o FIV representa ausência de multicolinearidade quando for até 1, com multicolinearidade aceitável entre 1 e 10 e multicolinearidade problemática acima de 10. O índice de tolerância deve apresentar o inverso, sendo sem multicolinearidade até 1, com multicolinearidade aceitável de 1 até 0,10 e com multicolinearidade problemática abaixo de 0,10.

## 4 RESULTADOS DA PESQUISA

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos pela pesquisa. Inicialmente é demonstrada a estatística descritiva dos mesmos. A seguir, os dados são avaliados por meio de técnicas estatísticas, a fim de identificar os determinantes que influenciam a divulgação do risco de crédito pelos FIDCs.

### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS CARACTERÍSTICAS DOS FIDCs

A amostra da pesquisa é composta por 148 FIDCs (Anexo I), cujas demonstrações financeiras referentes a 2012, 2013 e 2014 foram analisadas. A partir desta análise, foram coletados dados quanto ao formato destes fundos, sendo tabulados para que possam ser identificadas as características predominantes.

Tabela 4 – Tipo de FIDC

<b>Tipo de FIDC</b>	<b>Quantidade de FIDCs</b>	<b>Percentual</b>
Fundos abertos	29	19,59%
Fundos fechados	119	80,41%
<b>Total dos FIDCs</b>	<b>148</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Por intermédio da Tabela 4 observa-se que existe predominância (80,41%) de FIDCs constituídos sob o formato de fundo fechado, sendo considerado o tipo de estruturação mais complexo. Este tipo de FIDC permite aos investidores o resgate de suas cotas exclusivamente por ocasião do término do prazo de duração dos fundos, término do prazo de duração das cotas, término do prazo de duração da classe de cotas ou liquidação do fundo. Estas condições determinam que, após o período de captação de recursos pelo fundo, não é permitida a entrada ou saída de investidores.

Percebe-se que os fundos abertos, que oferecem uma estrutura mais flexível quanto à decisão de permanecer com o investimento em cotas de FIDCs, representam 19,59% da

amostra. Isto demonstra que a administração dos FIDCs possui preferência em manter condomínios com menor liberdade de decisão dos investidores.

Tabela 5 – Segmento dos cedentes dos FIDCs

<b>Segmento dos Cedentes</b>	<b>Quantidade de FIDCs</b>	<b>Percentual</b>
Multisegmento	86	58,11%
Intermediação financeira	33	22,30%
Comércio	8	5,40%
Indústria	7	4,73%
Imobiliário	5	3,38%
Serviços públicos	2	1,35%
Outros	7	4,73%
<b>Totais</b>	<b>148</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

A classificação dos FIDCs quanto ao segmento dos cedentes de créditos foi realizada conforme a divisão aplicada pela Uqbar (2015). Por meio desta classificação identificou-se que mais da metade dos FIDCs (58,11%) atuam com cedentes de diferentes segmentos, possuindo ativos em sua carteira com distintas características em relação à sua origem. Em virtude dos FIDCs atuarem, preferencialmente, com créditos de distintas origens, identifica-se que esta situação colabora com a alocação eficiente de carteiras, visto que a pulverização das características destes recebíveis atua como elemento de dissolução do risco de crédito.

O segmento específico mais presente na securitização realizada por FIDCs é a intermediação financeira (22,30%). Este segmento é representado principalmente por financiamentos de automóveis e por créditos consignados concedidos a funcionários públicos e aposentados. Na sequência, encontram-se FIDCs que utilizam créditos do comércio como segmento originário de recebíveis, representando 5,40%, seguido pela indústria (4,73%).

FIDCs que atuam com créditos do setor imobiliário representam 3,38% da amostra. Verifica-se que o setor imobiliário, ainda que, sendo um dos principais segmentos que abastecem as carteiras das securitizadoras brasileiras, assim como também em nível internacional, não obtém destaque neste formato de securitização.

Os recebíveis gerados pelo serviço público também são objeto de securitização pelos FIDCs, estando presente em 1,35% dos fundos analisados por este estudo. Por fim, FIDCs que utilizam ativos de demais segmentos, somados, representam 4,73% da amostra.

Tabela 6 – Entidades administradoras dos FIDCs

Entidade administradora	Qtde. de FIDCs	Percentual
Socopa - Sociedade Corretora Paulista S/A	42	28,38%
Banco Petra S/A	16	10,81%
Gradual Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários	14	9,46%
Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários	13	8,78%
BEM - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	12	8,11%
Citibank Distribuidora de títulos e Valores Mobiliários	12	8,11%
Concórdia S.A. Corretora de Valores Mobiliários, Câmbio e Commodities	10	6,75%
Caixa Econômica Federal	5	3,37%
BNY Mellon Serviços Financeiros Distribuidora de títulos e Valores Mobiliários S/A	4	2,70%
Votorantim Asset Management Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários	4	2,70%
Cruzeiro do Sul S/A Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários	3	2,03%
Lecca Distribuidora de títulos e valores Mobiliários Ltda.	3	2,03%
Petra - Personal Trader Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S/A	3	2,03%
CRV Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários	2	1,35%
Banco Daycoval S/A	1	0,68%
Banco Modal S/A	1	0,68%
BTG Pactual Serviços Financeiros S/A Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários	1	0,68%
Intrag Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S/A	1	0,68%
Múltipla Crédito, Financiamento e Investimento	1	0,68%
<b>Totais</b>	<b>148</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Em função da composição dos FIDCs em formato de condomínio, existe a exigência normativa da presença de uma entidade administradora. Esta tem a responsabilidade de gerir o capital do fundo, efetuar a aquisição de recebíveis e de efetuar o controle do fluxo de caixa gerado pela quitação dos ativos e pelo pagamento da remuneração aos cotistas do fundo. Por este motivo, os FIDCs do estudo foram analisados quanto às empresas que atuam como administradoras.

Encontrou-se que a Socopa - Sociedade Corretora Paulista S/A é administradora de 42 dos fundos, correspondendo a 28,38% da amostra. Em segundo lugar está o Banco Petra S/A, que administra 16 FIDCs (10,81%), e, em seguida, a Gradual Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários que atua na administração de 14 FIDCs. O quarto lugar é ocupado pela Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários que administra 13 FIDCs. Em seguida, encontra-se BEM - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. e Citibank Distribuidora de títulos e Valores Mobiliários ambas administrando, respectivamente, 12 FIDCs. As demais entidades administradoras atuam em 10 FIDCs cada ou menos.

Tabela 7 – Prazo de duração dos FIDCs

<b>Prazo de duração dos FIDCs (em anos)</b>	<b>Quantidade de FIDCs</b>	<b>Percentual</b>
3	1	0,67%
3,75	1	0,67%
4	4	2,71%
5	5	3,39%
5,5	2	1,35%
6	2	1,35%
9	1	0,67%
9,4	1	0,67%
10	12	8,12%
11	1	0,67%
12	1	0,67%
12,5	1	0,67%
15	2	1,35%
20	10	6,77%
30	1	0,67%
31	1	0,67%
50	2	1,35%
Indeterminado	100	67,58%
<b>Totais</b>	<b>148</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

O instrumento de constituição dos FIDCs deve identificar o período ao qual o fundo desempenhará suas atividades. Ao avaliar os fundos da amostra deste estudo foi possível reconhecer que a maior parte dos FIDCs (67,58%) é constituída para atuar por tempo indeterminado. Ou seja, predomina a presença de FIDCs que não atuam especificamente com uma quantidade limitada de emissões de cotas, visto que buscam continuamente novos ativos para compor a sua carteira, assim como emitem novas classes de cotas, com o passar do tempo.

Em relação aos fundos que atuam por tempo determinado, o período mais utilizado é de 10 anos (8,12%). Em seguida nota-se que a formação de FIDCs por 20 anos representa 6,77% da amostra e que 5 anos é o período utilizado por 5 fundos da amostra (3,39%). Os demais fundos possuem tempo de duração pulverizado, apresentando irrisória concentração em cada modalidade.

Tabela 8 – Empresas de auditoria atuantes nos FIDCs

Empresas de auditoria	2012		2013		2014	
	Qtde. FIDCs	Percentual	Qtde. FIDCs	Percentual	Qtde. FIDCs	Percentual
Audifactor	1	0,68%	2	1,35%	1	0,68%
Audipec	1	0,68%	3	2,03%	3	2,03%
Baker Tilly Brasil	25	16,89%	37	25,00%	37	25,00%
BDO RCS Auditores Independentes	0	0	1	0,68%	0	0
Concept Auditores Independentes	1	0,68%	1	0,68%	1	0,68%
Confiance Auditores Independentes	6	4,05%	5	3,38%	5	3,38%
Consult Auditores	0	0	1	0,68%	2	1,35%
Deloitte	4	2,70%	5	3,38%	9	6,08%
Ernst Young	33	22,30%	19	12,84%	20	13,51%
Grant Thornton Auditores Independentes	0	0	3	2,03%	4	2,70%
Horwath Bendoraytes Aizenman & Cia.	3	2,03%	3	2,03%	2	1,35%
KPMG	67	45,27%	57	38,51%	42	28,38%
Lopes, Machado Auditores, Consultants e Business Advisers	0	0	0	0	1	0,68%
Next Auditores	0	0	0	0	2	1,35%
Pricewaterhousecoopers	6	4,05%	11	7,43%	16	10,81%
Russell Bedford Brasil	0	0	0	0	2	1,35%
Sacho Auditores Independentes	1	0,68%	0	0	0	0
UHY Moreira - Auditores	0	0	0	0	1	0,68%
<b>Total</b>	<b>148</b>	<b>100,00%</b>	<b>148</b>	<b>100,00%</b>	<b>148</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Os FIDCs devem, obrigatoriamente, contratar empresas de auditorias para revisar as demonstrações financeiras. No ano de 2012 a empresa KPMG atuou em 45,27% dos fundos que forma a amostra, sendo a principal entidade de auditoria presente na estrutura de securitização dos FIDCs. Na sequência, observou-se que a empresa Ernst Young abarcou 22,30% e Baker Tilly Brasil 16,89% dos fundos.

Em 2013, a KPMG permaneceu como empresa de auditoria mais atuante entre os FIDCs, representando neste ano 38,51% dos fundos. Contudo, a quantidade de empresas atendidas foi menor em comparação à 2012. A empresa Baker Tilly Brasil passou a ocupar o segundo lugar entre as prestadoras de serviço de auditoria em 2013, atendendo 25% dos FIDCs, enquanto que a Ernst Young atuou em 12,84% dos fundos.

No ano de 2014 a configuração das principais empresas de auditoria foi semelhante à 2013. A empresa KPMG permaneceu como a auditoria que congregou maior parte dos FIDCs, representando 28,38% dos fundos analisados. Baker Tilly Brasil e Ernst Young prestaram serviços, respectivamente, 25% e 13,51%.

Pode-se perceber que, ao longo do período analisado, ocorreu aumento na quantidade de empresas que auditaram FIDCs, assim como houve maior dispersão quanto ao atendimento de cada empresa. As “*Big Four*” estão presentes em todos os anos analisados, porém, apenas duas delas (KPMG e Ernst Young) apresentam-se entre as empresas que mais prestam serviços de auditoria para os FIDCs.

Tabela 9 – Idade dos FIDCs no ano de 2014

Idade dos FIDCs (em anos completos)	Quantidade de FIDCs	Percentual
0	0	0
1	0	0
2	7	4,73%
3	49	33,11%
4	26	17,57%
5	19	12,84%
6	15	10,14%
7	13	8,78%
8	6	4,05%
9	8	5,40%
10	3	2,03%
11	2	1,35%
<b>Total</b>	<b>148</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Ao analisar os FIDCs no ano de 2014 são encontradas distintas idades quanto ao tempo de atuação no mercado. A idade mais comum entre estes fundos é de 3 anos, representando 33,11% da amostra. Isso demonstra que parte considerável dos FIDCs analisados foi constituída no ano de 2011, período ao qual a securitização alcançou os maiores patamares de emissão de títulos ao mercado, assim como as entidades securitizadoras apresentaram os maiores volumes de patrimônio.

Em seguida, encontram-se FIDCs atuantes há 4 anos (17,57%), 5 anos (12,84%), 6 anos (10,14%) e 7 anos (8,78%). As demais idades representam, individualmente, pequena proporção da amostra.

#### 4.2 EVIDENCIAÇÃO PRATICADA PELOS FIDCs

O presente estudo analisou as notas explicativas de FIDCs a fim de identificar a evidenciação praticada quanto a requisitos de divulgação do risco de crédito exigidos pela regulamentação contábil. Para isso, utilizaram-se como base de categorização desta evidenciação, os critérios normativos que indicam as informações que, compulsoriamente, devem constar nas notas explicativas dos FIDCs. Isto levou à identificação de 12 critérios de

evidenciação por meio do CPC 40 (R1) e 16 critérios de acordo com a ICVM nº 489/11, representados, respectivamente, pelos Quadros 3 e 4.

Conforme o Quadro 5, a partir da análise de conteúdo, os dados obtidos foram categorizados conforme o nível de atendimento das normas de evidenciação. Foram determinadas 4 categorias, às quais foram atribuídas notas de 0 a 3, considerando a classificação proposta. Desta forma, a nota máxima geral de cada critério de evidenciação é 444, caso ocorra atribuição de nota 3 em todos os FIDCs ( $3 \times 148 = 444$ ), e a mínima é 0, caso nenhum FIDC efetue o cumprimento da evidenciação do critério.

Tabela 10 – Nível de atendimento dos critérios normativos de evidenciação do CPC 40 (R1)

Critérios de evidenciação conforme CPC 40 (R1)	2012		2013		2014	
	Nível de atendimento (nota)	Nível de atendimento (%)	Nível de atendimento (nota)	Nível de atendimento (%)	Nível de atendimento (nota)	Nível de atendimento (%)
1	246	55,41%	291	65,54%	309	69,59%
2	15	3,38%	24	5,41%	22	4,95%
3	402	90,54%	408	91,89%	405	91,22%
4	251	56,53%	250	56,31%	254	57,21%
5	251	56,53%	249	56,08%	254	57,21%
6	85	19,14%	129	29,05%	124	27,93%
7	16	3,60%	12	2,70%	13	2,93%
8	36	8,11%	33	7,43%	23	5,18%
9	9	2,03%	6	1,35%	6	1,35%
10	22	4,95%	34	7,66%	33	7,43%
11	21	4,73%	33	7,43%	33	7,43%
12	250	56,31%	247	55,63%	254	5,72%
<b>Nota geral</b>	<b>1.604</b>	<b>30,11%</b>	<b>1.716</b>	<b>32,21%</b>	<b>1.730</b>	<b>32,47%</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

A Tabela 10 demonstra que existe uma severa variabilidade das notas de cada critério de evidenciação do CPC 40 (R1). Em 2012 existem notas que correspondem desde o atendimento por 2,03% dos FIDCs até 90,54%, em 2013 o atendimento mínimo foi de 1,35% e o máximo de 91,89%, e, em 2014, encontrou-se atendimento por 1,35% até 91,22% dos FIDCs.

Destaca-se que a média geral por ano do atendimento dos requisitos de evidenciação do CPC 40 (R1) foi de 30,11% em 2012, de 32,21% em 2013 e de 32,47% em 2014. Ou seja, indica que, em média, apenas um terço dos critérios normativos é observado, caracterizando um atendimento em nível regular. Demonstra, também, que o nível de atendimento dos critérios de evidenciação desta norma foi elevado ao longo do período analisado, contudo, que este aumento foi baixo, visto a divulgação praticada nos anos de 2013 e 2014 foi, respectivamente, 6,98% e 7,86% superior à evidenciação realizada em 2012.

Os critérios normativos 3, 1, 4 e 5, indicados no Quadro 3, foram, respectivamente, os mais atendidos, em todos os três exercícios. O critério 3 refere-se ao Item 16 do CPC 40 (R1) e é dotado de característica quantitativa. Este critério foi contemplado por 90,54% do FIDCs em 2012, por 91,89% em 2013 e 91,22% em 2014. Isto demonstra que é comum, por estes fundos, a prática de efetuar a conciliação do valor contábil dos ativos securitizados com a devida identificação da variação ocorrida com as perdas ocorridas.

O critério 1 relaciona-se ao Item 8 do CPC 40 (R1), sendo detentor de uma abordagem quantitativa, cujo atendimento foi de 55,41% pelos FIDCs em 2012, de 65,54% em 2013 e de 69,59% em 2014. Este critério prescreve a indicação do valor contábil e a identificação da respectiva categoria de enquadramento dos instrumentos financeiros. Considerando que na securitização estes são representados por direitos creditórios recebidos em cessão, o atendimento deste critério ocorreu em virtude da classificação destes ativos como recebíveis com a representação do valor contábil correspondente na data da emissão das demonstrações financeiras.

O Item 33 (a) do CPC 40 (R1) é retratado pelo critério 4. Este critério indica a necessidade de divulgar a exposição a cada tipo risco e como eles surgem, representando, portanto, um aspecto quantitativo e qualitativo. No ano de 2012 identificou-se que o atendimento deste critério foi ao nível médio de 56,53%, em 2013 de 56,31% e em 2014 de 57,21%. O detalhamento da categorização dos dados permite constatar que o atendimento parcial deste critério normativo, ocorre, principalmente, em virtude da ausência da apresentação da exposição ao risco, que deve ser quantificada.

O critério 5 representa o Item 33 (b) do CPC 40 (R1), apresentando o nível médio de atendimento de 56,53% dos FIDCs em 2012, por 56,08% em 2013 e em 57,21% em 2014. Verifica-se que o critério 5 tem aspecto apenas qualitativo e a parcialidade deste critério ocorre, principalmente, pelo fato de que os FIDCs não são transparentes quanto aos seus objetivos, políticas e processos para gerenciar os riscos e os métodos utilizados para mensurar o risco.

O menor nível de divulgação relacionada ao CPC 40 (R1) ocorreu no critério 9, que representa o item 37 (b) desta norma. Encontrou-se que o nível de atendimento médio deste critério foi de 2,03% em 2012, de 1,35% em 2013 e de 1,35% em 2014. Possui aspecto qualitativo, onde indica a necessidade de se efetuar uma análise sobre ativos financeiros que foram considerados sujeitos a não recuperabilidade, indicando os fatores determinantes para qualificá-los como tal. Em virtude do baixo nível de evidenciação deste critério, percebe-se que os FIDCs não possuem a prática de ofertar aos usuários externos, por meio da

contabilidade, informações sobre as considerações dadas aos ativos *impaireds*. Isto inviabiliza a disseminação do conhecimento sobre as práticas de gestão de riscos, em vista de que não há um detalhamento sobre os ativos securitizados, em especial, aos ativos que causam maior nível de risco de crédito.

Tabela 11 – Comparação da divulgação anual praticada pelos FIDCs com o nível esperado de divulgação em relação aos critérios contidos no CPC 40 (R1)

Ano	Valor de teste = 36					
	t	Grau de liberdade	Sig. (2-caudas)	Diferença média	Diferença com intervalo de confiança de 95%	
					Inferior	Superior
2012	-76,526	147	0,000	-25,16216	-25,8120	-24,5124
2013	-67,816	147	0,000	-24,40541	-25,1166	-23,6942
2014	-68,658	147	0,000	-24,31081	-25,0106	-23,6111

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

A Tabela 11 demonstra a análise efetuada com o objetivo de verificar, estatisticamente, se existe diferença significativa entre o nível de divulgação que deveria existir (índice 36 em cada FIDC, devido a análise conter 12 critérios normativos em que cada um pode receber nota até 3), conforme prescrições do CPC 40 (R1), e o nível de divulgação encontrado nas notas explicativas dos FIDCs. O teste *t* de Student para uma amostra indica que, em todos os três períodos analisados, o *p-value* do teste é menor que 0,05. Ou seja, considerando o intervalo de confiança de 95%, a hipótese nula de igualdade é rejeitada. Isto permite considerar que a média do nível de divulgação do risco de crédito realizada pelos FIDCs, em relação aos critérios presentes no CPC 40 (R1), é significativamente menor em relação ao esperado.

Quanto aos critérios normativos prescritos pela ICMV nº 489/11, identifica-se que existem níveis de divulgação diferentes entre os distintos requisitos, contudo, que a variabilidade de atendimento destes (de 9,46% a 74,55% em 2012, de 9,01% a 81,98% em 2013 e de 11,26% a 86,49% em 2014) mostra-se menor em relação ao CPC 40 (R1).

A média de atendimento dos critérios de divulgação da ICVM nº 489/11 no ano de 2012 foi regular, representando 44,37%, em 2013 foi de 54,12% e em 2014, representou 58,38%, sendo estes dois últimos anos considerados como nível bom. Apesar de atender, em média, metade dos requisitos de divulgação, apresentou elevação do nível de atendimento superior em relação requisitos do CPC 40 (R1), visto que a divulgação praticada em 2013 e 2014 foi, respectivamente, de 21,99% e de 31,57% superior em relação a 2012.

Tabela 12 – Nível de atendimento dos critérios normativos de evidenciação da ICVM nº 489/11

Critérios de evidenciação conforme ICVM nº 489/11	2012		2013		2014	
	Nível de atendimento (nota)	Nível de atendimento (%)	Nível de atendimento (nota)	Nível de atendimento (%)	Nível de atendimento (nota)	Nível de atendimento (%)
1	251	56,53%	267	60,14%	307	69,14%
2	251	56,53%	291	65,54%	298	67,12%
3	323	72,75%	345	77,70%	346	77,93%
4	183	41,22%	272	61,26%	280	63,06%
5	331	74,55%	343	77,25%	348	78,38%
6	75	16,89%	93	20,95%	86	19,37%
7	164	36,94%	265	59,68%	266	59,91%
8	130	29,30%	174	39,19%	183	41,22%
9	161	36,26%	211	47,52%	239	53,83%
10	90	20,27%	153	34,46%	156	35,14%
11	128	28,83%	219	49,32%	235	52,93%
12	292	65,77%	303	68,24%	324	72,98%
13	42	9,46%	40	9,01%	50	11,26%
14	186	41,89%	213	47,97%	213	47,97%
15	306	68,92%	364	81,98%	384	86,49%
16	239	53,83%	292	65,77%	294	66,22%
<b>Nota geral</b>	<b>3.152</b>	<b>44,37%</b>	<b>3.845</b>	<b>54,12%</b>	<b>4.147</b>	<b>58,38%</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Os critérios 3, 5 e 15 possuem os maiores níveis de divulgação em todo o período analisado. O critério 3 refere-se ao Inciso III (b) e IV (b), § 8º do Art. 17 da ICVM nº 489/11 e possui a indicação de evidenciar o valor contábil dos direitos creditórios, separados entre as categorias de com e sem aquisição substancial dos riscos e benefícios, sendo, portanto, um critério quantitativo. Este critério apresentou nível médio de divulgação em 2012 de 72,75%, em 2013 de 77,70% e em 2014 de 77,93% em 2015.

O critério 5 faz referência ao Inciso VI, § 8º, Art. 17 da ICVM nº 489/11 onde é indicado que deve-se informar a carteira por data de vencimento, valor de provisão, tipo e natureza de ativo, segregando os valores a vencer dos vencidos. Representa um critério que combina aspectos quantitativos e qualitativos, cujo nível médio de atendimento foi de 74,55% em 2012, de 77,25% em 2013 e de 78,38% em 2014.

O Inciso XXI, § 8º, Art. 17 da ICVM nº 489/11 foi representado pelo critério 15 de divulgação, possuindo nível médio de divulgação de 68,92% em 2012, de 81,98% em 2013 e de 86,49% em 2014. Este critério possui aspecto qualitativo e indica a divulgação da avaliação efetuada por agência de *rating*, assim como a identificação da agência avaliadora, quando exigido pela legislação, ou, o motivo da dispensa da apresentação desta informação, caso esteja enquadrada nesta situação.

Em relação ao critério com menor nível de divulgação, encontra-se o requisito 13, retirado do Inciso XIII (b), § 8º, Art. 17 da ICVM nº 489/11. No ano de 2012, este critério apresentou nível médio de evidenciação de 9,46% em 2012, de 9,01% em 2013 e de 11,26% em 2014. O conteúdo deste critério ressalta a exigência de divulgar os procedimentos adotados para realizar o acompanhamento dos direitos creditórios quanto à capacidade do devedor honrar seus pagamentos. Demonstra que os FIDCs não relatam informações qualitativas sobre os originadores dos direitos creditórios e sua respectiva capacidade em assegurar o fluxo de caixa das operações de securitização.

Tabela 13 – Comparação da divulgação anual praticada pelos FIDCs com o nível esperado de divulgação em relação aos critérios contidos na ICVM nº 489/11

Ano	Valor de teste = 48					
	t	Grau de liberdade	Sig. (2-caudas)	Diferença média	Diferença com intervalo de confiança de 95%	
					Inferior	Superior
2012	-43,387	147	0,000	-26,70270	-27,9190	-25,4864
2013	-44,754	147	0,000	-22,02027	-22,9926	-21,0479
2014	-43,542	147	0,000	-19,99324	-20,9007	-19,0858

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

O nível de evidenciação encontrado nas notas explicativas, considerando as exigências constantes na ICVM nº 489/11, foi avaliado a fim de identificar se existe diferença significativa entre a divulgação exigida, que, caso atendida integralmente, resultaria no nível 48 (16 critérios x 3, que é a nota máxima), e efetivamente realizada. A Tabela 13 demonstra os resultados do Teste *t* de Student para uma amostra onde o *p-value* do teste, aplicado nos anos de 2012, 2013 e 2014, fica abaixo de 0,05. Dentro do intervalo de confiança de 95%, rejeita-se a hipótese nula de igualdade das médias, indicando que, empiricamente, a média do nível de divulgação do risco de crédito praticado pelos FIDCs, conforme critérios presentes na ICVM nº 489/11, é significativamente inferior ao exigido por esta norma.

Conforme os resultados apresentados nas Tabelas 11 e 13, não se rejeita Hipótese 1 – Os FIDCs atendem parcialmente aos requisitos normativos de evidenciação de informações sobre risco de crédito. Estatisticamente, é identificado que os FIDCs atendem parcialmente aos requisitos normativos de evidenciação de informações sobre o risco de crédito, independentemente dos regulamentos em que estão inseridos.

#### 4.3 EVIDENCIAÇÃO PRATICADA QUANTO AO ASPECTO TEMPORAL

Com a finalidade de complementar as análises acerca da diferença entre o nível de divulgação esperado e efetivamente praticado pelos FIDCs, buscou-se verificar se a média de evidenciação se alterou ao longo do período abrangido por este estudo.

Tabela 14 – Comparação do atendimento dos critérios contidos no CPC 40 (R1) quanto ao ano de emissão das demonstrações contábeis

Comparação de pares	Diferenças pareadas					t	Grau de liberdade	Sig. (2-caudas)
	Média	Desvio padrão	Erro médio padrão	Intervalo de confiança de 95%				
				Inferior	Superior			
Par 1 2012 - 2013	-0,7567	2,52773	0,20778	-1,16737	-0,34614	-3,642	147	0,000
Par 2 2013 - 2014	-0,0945	2,00794	0,16505	-0,42077	0,23159	-0,573	147	0,567

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

A média de divulgação do risco de crédito pelos FIDCs, considerando as normas emanadas pelo CPC 40 (R1), foram avaliadas por meio do Teste *t* de Student para amostras pareadas. Foi avaliado o índice de evidenciação praticado em 2013 em relação à 2012, e a evidenciação encontrada em 2014, sendo comparada à 2013. O primeiro par de comparação de médias (2012-2013) apresentou *p-value* menor que 0,05, permitindo inferir, com intervalo de confiança de 95%, que a hipótese a nula de igualdade deve ser rejeitada. Isto leva a compreender que o nível de divulgação de 2013 é significativamente maior em relação à 2012. Quanto a análise do segundo par (2013-2014) encontrou-se *p-value* maior que 0,05, cujo resultado não permite rejeitar a hipótese de igualdade de médias, com intervalo de confiança de 95%. Revela assim, que, apesar de se verificar que quantitativamente o nível de evidenciação do risco de crédito pelos FIDCs em 2014 é maior em relação à 2013, esta diferença não é significativa.

Tabela 15 – Comparação do atendimento dos critérios contidos na ICVM nº 489/11 quanto ao ano de emissão das demonstrações contábeis

Comparação de pares	Diferenças pareadas					t	Grau de liberdade	Sig. (2-caudas)
	Média	Desvio padrão	Erro médio padrão	Intervalo de confiança de 95%				
				Inferior	Superior			
Par 1 2012 - 2013	-4,6824	5,73097	0,47108	-5,61340	-3,75146	-9,940	147	0,000
Par 2 2013 - 2014	-2,0270	3,31549	0,27253	-2,56561	-1,48844	-7,438	147	0,000

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Por meio do Teste *t* de Student para amostras pareadas foi comparada a média de divulgação do risco de crédito em função do tempo, considerando os critérios normativos da ICVM nº 489/11. Para isso foram comparados os índices de divulgação de 2013 em relação à 2012, assim como os índices de 2014 quanto à 2013.

Os resultados encontrados demonstram *p-value* menor que 0,05. Verifica-se, portanto, que, dentro do intervalo de confiança de 95%, rejeita-se a hipótese nula de igualdade para as duas comparações. Isto permite identificar que, o índice médio de divulgação do risco de crédito pelos FIDCs, considerando os critérios presentes na ICVM nº 489/11, é maior, quantitativamente, em 2013 em relação à 2012 e em 2014 relacionado à 2013, e que, estatisticamente, foram encontradas evidências de que esta diferença é significativa.

Verifica-se que, enquanto os FIDCs melhoraram significativamente o nível de divulgação do risco de crédito conforme prescrição da ICVM nº 489/11 ao longo do período analisado, o mesmo não ocorreu quanto aos critérios normativos do CPC 40 (R1).

#### **4.3.1 Atendimento das Normas de Evidenciação por FIDC**

Quanto ao atendimento individual dos requisitos de divulgação, por FIDC, é possível observar que há mudança ao longo dos exercícios analisados quanto aos maiores e menores índices de divulgação. Quanto ao atendimento dos critérios extraídos do CPC 40 (R1), identificou-se que, em 2012, os fundos com os maiores níveis de divulgação foram Ber Capital Corporate Fundo de Investimento de Direitos Creditórios, Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Mercantil Crédito Consignado INSS, Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Global Markets e Multicredit Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, cujos níveis de evidenciação foram, em ordem, de 77,78%, 75% e 66,67%, para os dois últimos.

Em 2013, destacaram-se Ber Capital Corporate Fundo de Investimento de Direitos Creditórios, com 88,89% de atendimento, e, FIDC Aberto – PSA Finance Brasil I, Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Global Markets, Multi Recebíveis II Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, Multicredit Fundo de Investimento em Direitos Creditórios e Multicredito I FIDC, estando empatados com 66,67% de atendimento desta norma. Quanto a 2014, identificou-se que os maiores níveis de divulgação do CPC 40 (R1) foi praticado por Ber Capital Corporate Fundo de Investimento de Direitos Creditórios e Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Mercantil Crédito Consignado INSS, ambos com nível de 75% de atendimento da norma.

Os menores níveis de divulgação do CPC 40 (R1) em 2012 foi de 0% para G&G Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multissetorial e de 2,78% para FIDC Indústria e Chemical VI – FIDC – Indústria Petroquímica. Em 2013, Chemical VI – FIDC – Indústria Petroquímica, G&G Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multissetorial e FIDC Indústria apresentaram, respectivamente, 0%, 2,78% e 2,78% da divulgação requerida. No ano de 2014 encontrou-se Chemical VI – FIDC – Indústria Petroquímica e Caterpillar Fundo de Investimento em Direitos Creditórios do Segmento Industrial II, ambos com 0% de atendimento e G&G Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multissetorial e FIDC Indústria, ambos, com 2,78%.

Em relação aos fundos que participam da amostra do estudo, identificou-se que quanto ao atendimento do ICVM nº 489/11, os FIDCs Crédito Universitário FIDC, FIDC Insumos Básicos da Indústria Petroquímica e Ber Capital Corporate Fundo de Investimento de Direitos Creditórios possuem maior nível de divulgação de riscos de créditos, segundo os critérios da referida norma. O nível de divulgação identificado foi, respectivamente, de 85,42%, 81,25% e 79,19% em 2012. No ano de 2013 encontrou-se que os maiores níveis de divulgação pertenceram a Crédito Universitário FIDC, FIDC da Indústria Exodus I e FIDC Corporativo – Aberto Bicbanco, representando, respectivamente, 89,58%, 85,42% e 83,33%. Em 2014, destacaram-se Boticário FIDC, Crédito Universitário FIDC, FIDC Corporativo – Aberto Bicbanco e FIDC da Indústria Exodus I com práticas de evidenciação que representaram 89,58% pelos dois primeiros fundos e de 85,42% pelos dois últimos.

Os FIDCs com menores níveis de evidenciação dos critérios da ICVM nº 489/11 em 2012 foram G&G Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multissetorial, Atlanta Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multissetorial e Famcred FIDC Multissetorial, que praticaram, respectivamente, 8,33%, 14,58% e 16,67%. Em 2013, os menores níveis de divulgação foram praticados por Múltipla FIDC Multissetorial, Multi Asset FIDC Multissetorial e Duas Rodas Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Automotivos, cuja divulgação foi, respectivamente, de 27,08%, 27,08% e 31,25%. Em 2014 Multi Asset FIDC Multissetorial, Duas Rodas Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Automotivos e Livre Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multissetorial foram identificados como os fundos que menos divulgaram informações do risco crédito, conforme prescrito pela ICVM nº 489/11, representando, nesta ordem, 27,08%, 27,08% e 35,42%.

É possível verificar que os fundos que se destacam como maiores e menores divulgadores do CPC 40 (R1) não apresentam, em geral, os mesmos níveis de disclosure

quanto aos critérios da ICVM nº 489/11. Além disso, permite conhecer a variabilidade dos níveis de atendimento das normas de evidenciação entre os FIDCs da amostra.

#### 4.4 COMPARAÇÃO DO NÍVEL DE ATENDIMENTO DAS NORMAS DE EVIDENCIAÇÃO DO RISCO DE CRÉDITO

A Hipótese 2 deste estudo descreve que o nível de atendimento dos critérios de divulgação do risco de crédito definidos pela ICVM nº 489/11 é maior em relação ao atendimento dos critérios do CPC 40 (R1). Com a finalidade de testar esta hipótese, foi aplicado o Teste *t* de Student com amostras independentes, considerando individualmente cada período abrangido pelo estudo.

Tabela 16 – Comparação do atendimento dos critérios normativos por períodos

		Teste Levene de homogeneidade das variâncias		Teste <i>t</i> de igualdade de médias						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-caudas)	Diferença média	Erro médio padrão	Intervalo de confiança de 95%	
									Inferior	Inferior
2012	Igualdade de variâncias assumidas	62,347	0,000	14,990	294	0,000	10,4595	0,6978	9,0862	11,8327
	Igualdade de variâncias não assumidas			14,990	224,592	0,000	10,4595	0,6978	9,0844	11,8345
2013	Igualdade de variâncias assumidas	21,076	0,000	23,598	294	0,000	14,38514	0,6096	13,185	15,5849
	Igualdade de variâncias não assumidas			23,598	269,285	0,000	14,38514	0,6096	13,185	15,5853
2014	Igualdade de variâncias assumidas	13,881	0,000	28,141	294	0,000	16,31757	0,5798	15,177	17,4587
	Igualdade de variâncias não assumidas			28,141	276,157	0,000	16,31757	0,5798	15,176	17,4590

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Inicialmente, deve-se considerar a análise da igualdade da variância das amostras. Por meio de Teste Levene identificou, em todos os períodos verificados, *p-value* inferior a 0,05. Reflete que deve-se rejeitar a hipótese nula de igualdade das variâncias, com intervalo de confiança de 95%. A partir destes resultados, considerando a rejeição da hipótese nula do

Teste de Levene, o Teste *t* de Student com amostras independentes foi aplicado, cujos resultados estão demonstrados na Tabela 16.

O *p-value* deste teste foi inferior a 0,05, em todos os três períodos, permitindo rejeitar a hipótese nula de igualdade de médias, com intervalo de confiança de 95%. Estes resultados não permitem rejeitar H<sub>2</sub> deste estudo – O nível de atendimento dos critérios de divulgação do risco de crédito definidos pela ICVM nº 489/11 é maior em relação ao atendimento dos critérios do CPC 40 – constatando que o nível de atendimento dos critérios de divulgação do risco de crédito definidos pela ICVM nº 489/11 é maior, significativamente, em relação ao atendimento dos critérios do CPC 40 (R1).

#### 4.5 COMPARAÇÃO DO NÍVEL DE ATENDIMENTO QUANTO AOS ASPECTOS DOS CRITÉRIOS DE EVIDENCIAÇÃO DO RISCO DE CRÉDITO

A determinação dos critérios normativos de evidenciação do risco de crédito foi acompanhada da respectiva identificação quanto aos aspectos que possuem. Isto permitiu classificar cada critério normativo em qualitativo, quantitativo e qualitativo/quantitativo, conforme demonstrado nos Quadros 3 e 4.

A Hipótese 3 desta pesquisa descreve que o nível de divulgação do risco de crédito é maior em critérios normativos qualitativos em relação aos aspectos quantitativos de evidenciação. Com o objetivo de testar esta hipótese foi realizado o Teste de Kruskal-Wallis, cujos resultados são demonstrados na Tabela 17.

Tabela 17 – Comparação do atendimento dos critérios normativos quanto aos aspectos dos critérios de evidenciação

	Cré debates	N	Média
Divulgação por critérios	Qualitativo	148	126,94
	Quantitativo	148	349,69
	Qualitativo/ Quantitativo	148	190,86
	Total	444	
Qui-Quadrado			236,789
df			2
Sig.			0,000

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Por meio da análise das médias de divulgação por aspecto, verifica-se que os critérios de evidenciação quantitativos possuem índice maior em relação aos outros dois aspectos. Na sequência, encontra-se o segundo maior índice dado pelos critérios com aspecto

qualitativo/quantitativo, enquanto que o menor índice representa os critérios com aspecto qualitativo.

Por meio do Teste de Kruskal-Wallis estas amostras foram testadas, dentro do intervalo de confiança de 95%. O *p-value* encontrado é menor que 0,05, levando à rejeição da hipótese nula. Isto representa que as amostras provêm de populações diferentes. Estes resultados permitem rejeitar a Hipótese 3 – O nível de divulgação do risco de crédito é maior em critérios normativos qualitativos em relação aos aspectos quantitativos de evidenciação.

Isto é possível visto que existe diferença significativa na divulgação do risco crédito quanto aos aspectos dos critérios normativos, confirmando que o tipo de informação requerida pelas normas pode ser atendida de forma diferente, dependendo do aspecto que possui. Contudo, diferentemente de pesquisas precedentes, o nível de divulgação do risco de crédito em FIDCs é menor em critérios normativos qualitativos em relação aos aspectos quantitativos.

#### 4.6 DETERMINANTES DA DIVULGAÇÃO DO RISCO DE CRÉDITO PELOS FIDCs

Conforme discutido no Capítulo 2, os FIDCs podem assumir diferentes características. O presente estudo avalia estas características como possíveis influenciadores do nível de divulgação do risco de crédito, utilizando regressão linear. A fim de estruturar o modelo de regressão linear múltipla, a escolha das variáveis se deu por intermédio da abordagem combinatória, utilizando o método de eliminação *backward*.

Tabela 18 - Análise das variáveis explicativas de NERC\_ICVM\_2012

Variáveis independentes	Correlação de Pearson*		Resumo do modelo	ANOVA		Coeficiente	
	Índice	Sig.	R <sup>2</sup> Ajustado	F	Sig.	<i>t</i>	Sig.
SEG	-0,166	0,043	0,021	4,148	0,043	-2,037	0,043
TAM_2012	0,156	0,059	0,018	3,630	0,059	1,905	0,059
FOR	0,154	0,062	0,017	3,533	0,062	1,880	0,062
EST	0,08	0,919	-0,007	0,010	0,919	0,102	0,919
REN_2012	0,062	0,456	-0,003	0,559	0,456	0,748	0,456
AUD_2012	0,131	0,112	0,010	2,557	0,112	1,599	0,112
ADM	-0,223	0,006	0,043	7,643	0,006	-2,765	0,006
PZO	0,065	0,431	-0,003	0,624	0,431	0,790	0,431
IDE_2012	0,131	0,112	0,010	2,550	0,112	1,597	0,112

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

\*Teste de correlação de Pearson com intervalo de confiança de 95%.

Por intermédio da Tabela 18 é possível verificar que no ano de 2012 a divulgação do risco de crédito pelos FIDCs está correlacionada com o Segmento e pela Entidade Administradora. Isto pode ser verificado pela análise de correlação, sendo que as variáveis SEG e ADM apresentam índices de correlação com Sig. menor que 0,05.

Por meio da regressão linear simples observa-se que estas variáveis podem ser utilizadas no modelo de regressão linear múltipla, visto que, para ambas as variáveis, rejeita-se a hipótese de que o  $R^2$  é igual a zero devido o Sig. da estatística F ser menor que 0,05. Além disso, o coeficiente de regressão destas variáveis independentes difere de zero, devido Sig. do Teste  $t$  ser menor que 0,05.

Tabela 19 – Regressão linear múltipla de NERC\_ICVM\_2012

Variáveis independentes	Resumo do modelo	ANOVA		Coeficientes		Durbin-Watson	Colinearidade	
	R <sup>2</sup> Ajustado	F	Sig.	$t$	Sig.		Tolerância	FIV
SEG	0,040	4,031	0,020	-0,669	0,504	1,928	0,707	1,415
ADM				-1,958	0,052		0,707	1,415

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

\* Intervalo de Confiança de 95%

Considerando o grau de correlação entre a variável NERC\_ICVM\_2012 e as variáveis independentes SEG e ADM, foi realizada a regressão linear múltipla. O teste demonstrou que o coeficiente de regressão destas variáveis independentes não difere de zero, devido Sig. do Teste  $t$  ser maior que 0,05. Ou seja, a regressão linear múltipla não é adequada pra explicar os fenômenos do nível de evidenciação do risco de crédito no ano de 2012, ainda que seja possível verificar que o segmento dos ativos utilizados e a entidade administradora demonstrem relação com este fenômeno.

Tabela 20 - Análise das variáveis explicativas de NERC\_ICVM\_2013

Variáveis independentes	Correlação de Pearson		Resumo do modelo	ANOVA		Coeficiente	
	Índice	Sig.	R <sup>2</sup> Ajustado	F	Sig.	$t$	Sig.
SEG	-0,278	0,001	0,071	12,263	0,001	-3,502	0,001
TAM_2013	0,194	0,018	0,031	5,723	0,018	2,392	0,018
FOR	0,224	0,006	0,044	7,731	0,006	2,780	0,006
EST	-0,050	0,545	-0,004	0,369	0,545	-0,607	0,545
REN_2013	0,013	0,878	-0,007	0,024	0,878	0,153	0,878
AUD_2013	0,492	0,000	0,237	46,743	0,000	6,837	0,000
ADM	-0,436	0,000	0,184	34,226	0,000	-5,850	0,000
PZO	-0,022	0,793	-0,006	0,069	0,793	0,262	0,793
IDE_2013	0,218	0,008	0,041	7,282	0,008	2,698	0,008

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

\*Teste de correlação de Pearson com intervalo de confiança de 95%.

A Tabela 20 demonstra a relação bivariada entre a variável dependente NERC\_ICVM\_2013 e cada uma das variáveis independentes no ano de 2013. Pode-se identificar que as variáveis SEG, TAM\_2013, FOR, AUD\_2013, ADM, e IDE\_2013 possuem correlação significativa com a variável dependente, cujo Sig. foi inferior a 0,05, assim como o Sig. dos Testes *t* e F. A partir destes resultados, busca-se verificar o modelo de regressão adequado para explicar a variável dependente.

Tabela 21 – Regressão linear múltipla de NERC\_ICVM\_2013

Variáveis independentes	Resumo do modelo	ANOVA		Coeficientes		Durbin-Watson	Colinearidade	
	R <sup>2</sup> Ajustado	F	Sig.	<i>t</i>	Sig.		Tolerância	FIV
SEG	0,297	11,334	0,000	0,082	0,935	1,978	0,609	1,642
TAM_2013				-1,070	0,286		0,711	1,406
FOR				0,660	0,510		0,888	1,127
AUD_2013				4,513	0,000		0,655	1,526
ADM				-2,970	0,004		0,620	1,613
IDE_2013				1,951	0,053		0,964	1,038

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

\* Intervalo de Confiança de 95%

A Tabela 21 demonstra os resultados da regressão linear múltipla com as variáveis independentes obtidas por meio da Tabela 20. O teste demonstrou que o modelo é significativo para duas variáveis (AUD\_2013 e ADM), visto que o coeficiente de regressão destas variáveis independentes difere de zero, devido o Sig. do Teste *t* ser menor que 0,05. As demais variáveis possuem Sig. maior que 0,05, indicando que seus coeficientes não diferem de zero. Esta análise leva a efetuar uma regressão linear múltipla, considerando apenas as variáveis AUD\_2013 e ADM.

Tabela 22 – Regressão linear múltipla de NERC\_ICVM\_2013

Variáveis independentes	Resumo do modelo	ANOVA		Coeficientes		Durbin-Watson	Colinearidade	
	R <sup>2</sup> Ajustado	F	Sig.	<i>t</i>	Sig.		Tolerância	FIV
AUD_2013	0,289	30,837	0,000	4,736	0,000	2,102	0,790	1,266
ADM				-3,399	0,001		0,790	1,266

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

\* Intervalo de Confiança de 95%

A Tabela 22 demonstra que o modelo é significativo para as variáveis AUD\_2013 e ADM, com Sig. do Teste F representado por 0,00. Os coeficientes de regressão destas variáveis independentes diferem de zero, devido Sig. do Teste *t* ser menor que 0,05. Mediante

estes resultados, o modelo tem capacidade de explicação de 28,9% de NERC\_ICVM\_2013. Isso significa que 28,9% do nível de evidenciação do risco de crédito pelos FIDCs são influenciados pelas empresas de auditoria e entidades administradoras que prestraram serviços a estes fundos no ano de 2013. Permite, portanto, utilizar a seguinte equação:

$$\text{NERC\_ICVM\_2013} = 0,509 + 0,095 \cdot \text{AUD\_2013} - 0,068 \cdot \text{ADM}$$

Quanto aos pressupostos, verifica-se que todos foram atendidos. A normalidade dos resíduos foi testada por intermédio do Teste de Kolmogorov-Smirnov, cujo Sig. foi de 0,003. Apesar de ser inferior a 0,05, aceita-se a hipótese nula de normalidade em virtude da assimetria ser 0,505 (menor que 3) e a curtose ser 0,224 (inferior a 7). A autocorrelação residual foi analisada por meio do teste de Durbin-Watson, que apresentou 2,102, sendo possível aceitar a hipótese nula de não existência de correlação serial dos resíduos. Utilizando o teste de Pesarán-Pesarán a homocedasticidade foi avaliada, onde, por meio do Teste F obteve-se Sig. de 0,366, sendo maior que 0,05 não permitindo rejeitar a hipótese nula de que os resíduos são homocedásticos. A multicolinearidade foi verificada utilizando o teste FIV que apresentou 1,266 e índice de 0,790, estando dentro dos limites de aceitação do pressuposto.

Tabela 23 - Análise das variáveis explicativas de NERC\_ICVM\_2014

Variáveis independentes	Correlação de Pearson		Resumo do modelo	ANOVA		Coeficiente	
	Índice	Sig.	R <sup>2</sup> Ajustado	F	Sig.	t	Sig.
SEG	-0,257	0,002	0,060	10,348	0,002	-3,217	0,002
TAM_2014	0,164	0,046	0,020	4,052	0,046	2,013	0,046
FOR	0,125	0,131	0,009	2,309	0,131	1,519	0,131
EST	-0,035	0,677	-0,006	0,174	0,677	-0,417	0,677
REN_2014	0,159	0,053	0,019	3,802	0,053	1,950	0,053
AUD_2014	0,355	0,000	0,120	21,088	0,000	4,592	0,000
ADM	-0,332	0,000	0,104	18,042	0,000	-4,248	0,000
PZO	0,004	0,958	-0,007	0,003	0,958	0,052	0,958
IDE_2014	0,234	0,004	0,048	8,462	0,004	2,909	0,004

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

\*Teste de correlação de Pearson com intervalo de confiança de 95%.

Mediante dados da Tabela 23 é possível verificar que no ano de 2014 a divulgação do risco de crédito pelos FIDCs está relacionada com o segmento, com o tamanho do fundo, à empresa de auditoria, à entidade administradora e com a idade. Isto pode ser identificado pela análise de correlação, sendo SEG, TAM, AUD\_2014, ADM e IDE\_2014 as variáveis com

maiores índices de correlação e com Sig. menor que 0,05. Por meio da regressão linear simples observa-se que estas variáveis podem ser utilizadas no modelo de regressão linear múltipla, visto que, para ambas as variáveis, rejeita-se a hipótese de que o  $R^2$  é igual a zero devido o Sig. da estatística F ser menor que 0,05. Além disso, o coeficiente de regressão destas variáveis independentes difere de zero, devido Sig. do Teste  $t$  ser menor que 0,05.

Tabela 24 – Regressão linear múltipla de NERC\_ICVM\_2014

Variáveis independentes	Resumo do modelo	ANOVA		Coeficientes		Durbin-Watson	Colinearidade	
	R <sup>2</sup> Ajustado	F	Sig.	$t$	Sig.		Tolerância	FIV
SEG	0,154	6,362	0,000	-0,535	0,593	1,954	0,615	1,625
TAM_2014				-0,216	0,829		0,790	1,266
AUD_2014				2,393	0,018		0,635	1,575
ADM				-1,623	0,107		0,603	1,658
IDE_2014				2,157	0,033		0,954	1,048

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

\* Intervalo de Confiança de 95%

De acordo com o grau de correlação entre a variável NERC\_ICVM\_2014 e as variáveis independentes SEG, TAM\_2014, AUD\_2014, ADM e IDE\_2014 foi realizada a regressão linear múltipla. O teste demonstrou que o coeficiente de regressão das variáveis SEG, TAM\_2014 e IDE\_2014 não difere de zero, devido Sig. do Teste  $t$  ser maior que 0,05. Devido a obtenção destes resultados, o teste foi novamente realizado, utilizando as variáveis com coeficiente de regressão diferente de zero (AUD\_2014 e IDE\_2014). Além destas variáveis, em vista dos resultados obtidos na regressão linear múltipla relativa ao ano de 2013, optou-se por usar também a variável ADM, utilizando neste teste intervalo de confiança de 90%.

Tabela 25 – Regressão linear múltipla de NERC\_ICVM\_2014

Variáveis independentes	Resumo do modelo	ANOVA		Coeficientes		Durbin-Watson	Colinearidade	
	R <sup>2</sup> Ajustado	F	Sig.	$t$	Sig.		Tolerância	FIV
AUD_2014	0,164	10,629	0,000	2,686	0,008	1,965	0,722	1,385
ADM				-1,961	0,052		0,712	1,404
IDE_2014				2,138	0,034		0,960	1,042

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

\* Intervalo de Confiança de 90%

A Tabela 25 demonstra que o modelo é significativo para as variáveis AUD\_2014, ADM e IDE\_2014, com Sig. do Teste F representado por 0,00. Os coeficientes de regressão destas variáveis independentes diferem de zero, devido Sig. do Teste  $t$  ser menor que 0,10.

Este modelo tem capacidade de explicação de 16,4% de NERC\_ICVM\_2013. Isso significa que 16,4% do nível de evidenciação do risco de crédito pelos FIDCs no ano de 2014 são influenciados pelas empresas de auditoria, pelas entidades administradoras que prestaram serviços e pela idade dos fundos. Permite, portanto, utilizar a seguinte equação:

$$\text{NERC\_ICVM\_2014} = 0,524 + 0,056 \cdot \text{AUD\_2014} - 0,042 \cdot \text{ADM} + 0,009 \cdot \text{IDE\_2014}$$

Os pressupostos foram avaliados, sendo encontrando o atendimento de todos eles. A normalidade dos resíduos foi testada por intermédio do Teste de Kolmogorov-Smirnov, cujo Sig. foi de 0,200. A autocorrelação residual foi analisada por meio do teste de Durbin-Watson, que apresentou 1,965, sendo possível aceitar a hipótese nula de não existência de correlação serial dos resíduos. Utilizando o teste de Pesarán-Pesarán a homocedasticidade foi avaliada, onde, por meio do Teste F obteve Sig. de 0,386, impedindo de rejeitar a hipótese nula de que os resíduos são homocedásticos. A multicolinearidade foi verificada utilizando o teste FIV que se apresentou acima de 1 e abaixo de 10 e índices menores que 1, estando dentro dos limites de aceitação do pressuposto.

Em vista da identificação da relevância da empresa de auditoria no nível de divulgação do risco de crédito ao longo do período utilizado por este estudo, quanto aos critérios normativos da ICVM nº 489/11, buscou-se identificar a média de divulgação dos FIDCs em relação a este determinante.

Tabela 26 – Média de atendimento dos critérios normativos da ICVM nº 489/11 por empresa de auditoria por ano

Empresa de auditoria	Média do nível de atendimento (%)		
	2012	2013	2014
Audifactor	20,83%	53,13%	50,00%
Audipec	41,67%	47,92%	53,47%
Baker Tilly Brasil	41,08%	41,95%	51,58%
BDO	-	-	54,17%
Concept	66,67%	60,42%	58,33%
Cofiance	34,72%	52,78%	55,83%
Consult	-	62,50%	55,21%
Deloitte	-	54,17%	67,97%
Ernst Young	36,68%	57,52%	58,99%
Grant Thornton	43,75%	52,08%	53,13%
Horwat Bendoraytes Aizenman	55,56%	64,58%	70,83%
KPMG	49,94%	60,52%	62,11%
Lopes & Machado	-	-	56,25%
Next	-	-	59,38%
Pricewaterhousecoopers	46,88%	54,73%	61,46%
Russel Bedfort	-	-	55,21%
Sacho	22,92%	-	-
UHY	-	-	56,25%

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Conforme demonstrado na Tabela 26, a empresa de auditoria com melhor nível de divulgação em 2012 foi a Concept (66,67%), em 2013 e 2014 foi Horwat Bendoraytes Aizenman (64,58% e 70,83%, respectivamente). Quanto às “*Big Four*”, verifica-se que em 2012 a KPMG ocupou o terceiro lugar em maior nível de divulgação (49,94%), a Pricewaterhousecoopers se destacou em quarto lugar (46,88%) e a Ernst Young aparece em oitavo lugar (36,68%). Em 2013 a KPMG ocupou o terceiro lugar em maior nível de divulgação (60,52%), a Ernst Young aparece em quinto lugar (57,52%), a Pricewaterhousecoopers se destacou em sexto lugar (54,73%) e a Deloitte em sétimo (54,17%). Já em 2014 encontra-se a Deloitte em segundo lugar (67,97%), em terceiro a KPMG (62,11%), em quarto a Pricewaterhousecoopers (61,46%) e a Ernst Young em sexto (58,99%).

Ou seja, em relação aos FIDCs não se constatou o resultado apresentado pela pesquisa de Maia, Formigoni & Silva (2012) que encontrou que organizações brasileiras auditadas pelas “*Big Four*” apresentam melhores níveis de divulgação em comparação às demais empresas de auditoria.

Tabela 27 – Análise da homogeneidade das variâncias dos níveis de divulgação do risco de crédito quanto as empresas de auditoria entre os anos de 2012 à 2014

	Teste Levene		ANOVA de um fator	
	Levene	Sig.	F	Sig.
Empresas de Auditoria 2012	1,060	0,390	3,211	0,001
Empresas de Auditoria 2013	1,123	0,351	7,529	0,000
Empresas de Auditoria 2014	1,188	0,301	1,976	0,019

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Por meio do teste ANOVA de um fator, demonstrado pela Tabela 27, pode-se verificar que as diferenças da média de evidenciação das empresas de auditoria são significativas, visto que o Sig. é menor que 0,05, levando a rejeitar a hipótese nula de igualdade das médias. Isto demonstra que o nível de evidenciação do risco de crédito, quanto aos critérios da ICVM nº 489/11, é influenciado pelas empresas de auditoria e, que, entre estas empresas, existem entidades mais engajadas na exigência da divulgação de informações em relação à outras auditorias. Porém, destaca-se que os melhores níveis de evidenciação não são encontrados nos FIDCs auditados pelas “*Big Four*”.

Após a verificação do nível de divulgação em função dos critérios normativos da ICVM nº 489/11, é realizada a avaliação da evidenciação do risco de crédito quanto aos critérios do CPC 40 (R1).

Tabela 28 - Análise da Correlação de Pearson das variáveis explicativas do NERC\_CPC nos anos de 2012, 2013 e 2014

Variáveis independentes	2012		2013		2014	
	Índice	Sig.	Índice	Sig.	Índice	Sig.
SEG	-0,028	0,739	0,050	0,548	0,063	0,447
TAM_2012; TAM_2013; TAM_2014	0,090	0,274	-0,004	0,963	-0,063	0,450
FOR	-0,018	0,825	0,136	0,100	0,063	0,443
EST	-0,143	0,084	0,203	0,013	-0,168	0,041
REN_2012; REN_2013; REN_2014	-0,073	0,379	-0,237	0,004	-0,175	0,034
AUD_2012; AUD_2013; AUD_2014	0,073	0,377	0,145	0,079	0,095	0,252
ADM	-0,127	0,124	-0,068	0,410	-0,058	0,484
PZO	0,039	0,638	-0,078	0,347	-0,071	0,392
IDE_2012; IDE_2013; IDE_2014	-0,052	0,532	0,005	0,951	0,023	0,786

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

\*Teste de correlação de Pearson com intervalo de confiança de 95%.

Conforme demonstrado na Tabela 28, é possível verificar que no ano de 2012 a divulgação do risco de crédito pelos FIDCs, segundo os critérios do CPC 40 (R1), não possui correlação com nenhuma variável. Isto pode ser verificado pela análise de correlação, onde as variáveis apresentaram índices de correlação com Sig. maior que 0,05. Ou seja, que os índices de correlação não são significativos. Estes resultados demonstram que a regressão linear não é

aplicável neste caso, visto que as características dos FIDCs não influenciam a divulgação do risco de crédito.

No ano de 2013 pode-se identificar que as variáveis EST e REN\_2013 possuem correlação significativa com a variável dependente, cujo Sig. da correlação foi inferior a 0,05. A partir destes resultados, aplica-se o modelo de regressão para explicar a variável dependente.

Tabela 29 – Regressão linear múltipla de NERC\_CPC\_2013

Variáveis independentes	Resumo do modelo	ANOVA		Coeficientes		Durbin-Watson	Colinearidade	
	R <sup>2</sup> Ajustado	F	Sig.	t	Sig.		Tolerância	FIV
EST	0,067	6,275	0,002	-1,931	0,055	1,874	0,950	1,053
REN_2013				-2,463	0,015			

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

\* Intervalo de Confiança de 90%

O teste demonstrado na Tabela 29 indica que o coeficiente de regressão da variável que representa a estrutura das cotas difere de zero, devido o Sig. do Teste *t* ser maior que 0,10. Ou seja, a regressão linear múltipla é adequada pra explicar os fenômenos do nível de evidenciação do risco de crédito no ano de 2013, relativa ao CPC 40 (R1), ainda que seja possível verificar que a estrutura das cotas e a rentabilidade dos fundos indiquem relação com este fenômeno. Contudo, este modelo tem capacidade de explicação de 6,7% de NERC\_CPC\_2013. Assim, o baixo poder explicativo do modelo compromete a compreensão de que o nível de divulgação do risco de crédito pelos FIDCs pode ocorrer em função da estrutura das cotas e quanto à rentabilidade obtida pelos fundos.

Com a finalidade de constatar este resultado, busca-se avaliar os pressupostos, verificando que foram atendidos parcialmente. A normalidade dos resíduos foi testada por intermédio do Teste de Kolmogorov-Smirnov, cujo Sig. foi de 0,000. Apesar de ser inferior a 0,05, aceita-se a hipótese nula de normalidade em virtude da assimetria ser 0,939 (menor que 3) e a curtose ser 3,350 (inferior a 7). Utilizando o teste de Pesarán-Pesarán a homocedasticidade foi avaliada, onde, por meio do Teste F obteve-se Sig. de 0,035, sendo menor que 0,05 o que levou à rejeitar a hipótese nula de que os resíduos são homocedásticos, portanto, não atendendo a este pressuposto. Isto demonstra que a dispersão da variável dependente não mantém-se constante em relação às variáveis independentes.

A multicolinearidade foi verificada utilizando o teste FIV que apresentou 1,053 e índice de 0,950, estando dentro dos limites de aceitação do pressuposto. A autocorrelação

residual foi analisada por meio do teste de Durbin-Watson, que apresentou 1,874, Não permitindo rejeitar a hipótese nula de não existência de correlação serial dos resíduos, e, portanto, atende a este pressuposto. Somando ao baixo poder explicativo do modelo com o não atendimento do pressuposto da homocedasticidade, torna-se inconclusiva a influência das variáveis analisadas na evidenciação do risco de crédito no ano de 2013, conforme os critérios prescritos pelo CPC 40 (R1).

No ano de 2014 pode-se identificar que as variáveis EST e REN\_2014 possuem correlação significativa com a variável dependente, cujo Sig. da correlação foi inferior a 0,05. A partir destes resultados, aplica-se o modelo de regressão para explicar a variável dependente.

Tabela 30 – Regressão linear múltipla de NERC\_CPC\_2014

Variáveis independentes	Resumo do modelo	ANOVA		Coeficientes		Durbin-Watson	Colinearidade	
	R <sup>2</sup> Ajustado	F	Sig.	t	Sig.		Tolerância	FIV
EST	0,047	4,657	0,011	-2,144	0,034	1,525	0,999	1,001
REN_2014				-2,228	0,027		0,999	1,001

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

A Tabela 30 demonstra que, quanto às variáveis EST e REN\_2014, o coeficiente de regressão difere de zero devido Sig. do Teste *t* ser menor que 0,05. Este modelo tem capacidade de explicação de 4,7% de NERC\_CPC\_2014. Permite, assim, identificar que 4,7% do nível de divulgação do risco de crédito pelos FIDCs podem ocorrer em função da estrutura das cotas e da renatibilidade dos fundos.

Com a finalidade de constatar este resultado, busca-se avaliar os pressupostos, verificando que foram atendidos parcialmente. A normalidade dos resíduos foi testada por intermédio do Teste de Kolmogorov-Smirnov, cujo Sig. foi de 0,000. Apesar de ser inferior a 0,05, aceita-se a hipótese nula de normalidade em virtude da assimetria ser 0,711 (menor que 3) e a curtose ser 3,226 (inferior a 7). Utilizando o teste de Pesarán-Pesarán a homocedasticidade foi avaliada, onde, por meio do Teste F obteve-se Sig. de 0,432, sendo maior que 0,05 e permitindo aceitar a hipótese nula de que os resíduos são homocedásticos. A multicolinearidade foi verificada utilizando o teste FIV que apresentou 1,001 e índice de 0,999, estando dentro dos limites de aceitação do pressuposto.

A autocorrelação residual foi analisada por meio do teste de Durbin-Watson que apresentou 1,525, enquanto que seu limite inferior é de 1,693. Isto leva a rejeitar a hipótese nula de não existência de correlação serial dos resíduos, e, portanto, não atende a este

pressuposto. Isto demonstra que pode haver um erro nos estimadores do modelo, sendo necessário descartar o modelo de regressão. Torna-se inconclusiva a influência das variáveis analisadas na evidenciação do risco de crédito no ano de 2014, conforme os critérios prescritos pelo CPC 40 (R1).

Em vista dos resultados obtidos por meio de testes estatísticos, é encontrado que  $H_{4.1}$  deste estudo não deve ser rejeitada na perspectiva da divulgação do risco de crédito segundo as orientações da ICVM nº 489/11 no ano de 2013 apenas para as variáveis empresa de auditoria e entidade administradora e em 2014 quanto empresa de auditoria, entidade administradora e idade do fundo. Sob a ótica dos critérios constantes no CPC 40 (R1),  $H_{4.2}$  deve ser rejeitada, visto que não foram encontradas evidências conclusivas de que as características dos FIDCs influenciam o nível de divulgação do risco de crédito.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A Teoria da Informação Assimétrica discute a economia da informação sob a perspectiva da relação que ocorre entre os indivíduos dispostos a vender ou comprar algo por meio do mercado. Em vista dos vendedores possuírem mais informações sobre o item que está sendo negociado, em relação aos compradores, o ambiente pode ser tomado pela seleção adversa. Teoriza, neste sentido, que quando a informação não é um recurso democrático, falhas de mercado podem ocorrer.

Nesta teoria são tratadas as consequências na economia a partir da assimetria informacional, demonstrando a necessidade de buscar formas de elevar a disponibilização de informações pelos vendedores quanto aos recursos objeto das negociações. O objetivo é diminuir as falhas de mercado e criar condições para que as transações neste ambiente sejam realizadas com base na transparência. Com isso, a Teoria da Informação Assimétrica colabora com a compreensão de fenômenos sociais a partir da extensão da assimetria das informações.

A motivação para desenvolver a presente pesquisa está amparada na utilização da Teoria da Informação Assimétrica aplicada às informações de risco de crédito que devem ser divulgadas pelos FIDCs. A relevância dos títulos de securitização presentes no mercado de capitais brasileiro baseia-se no volume de recursos financeiros que movimenta atualmente, somado à expectativa de crescimento da securitização nos próximos anos.

A avaliação das atividades de securitização permite identificar que o risco de crédito destas estruturas é um dos principais elementos que influenciam os rendimentos dos investidores. Por isso, faz-se necessário que informações sobre a atuação dos FIDCs, principal tipo de entidade securitizadora do Brasil, sejam disponibilizadas ao mercado para que este possa reconhecer as características dos títulos de securitização. A importância da divulgação destas informações é justificada ainda pela existência de normas que especificam como a contabilidade deve apoiar os investidores no conhecimento a respeito das respectivas operações.

Em vista disso, o presente estudo teve como objetivo identificar o nível de evidenciação de informações sobre o risco de crédito nos relatórios financeiros dos FIDCs e

identificar os determinantes que influenciam esta divulgação, sob a perspectiva da Teoria da Informação Assimétrica. Para atingir tal objetivo, o problema de pesquisa foi investigado sob a perspectiva de quatro hipóteses.

O estado da divulgação do risco de crédito foi determinado a partir da análise das notas explicativas dos FIDCs com a finalidade de identificar o nível de atendimento dos critérios normativos que tratam sobre a evidenciação destas informações. Ao avaliar a evidenciação que deve ser realizada pelos FIDCs e observar a divulgação que foi efetuada por meio das notas explicativas, nos anos de 2012, 2013 e 2014, percebe-se que há atendimento parcial dos regulamentos. Ou seja, assim como defendido por Barth & Landsman (2010), Cheng, Dhaliwal e Neamtiu (2008) e Jackson (2010) quanto às securitizadoras no âmbito internacional, existe assimetria de informação na atuação dos FIDCs quanto ao risco de crédito das suas operações.

A hipótese  $H_1$  – Os FIDCs atendem parcialmente aos requisitos normativos de evidenciação de informações sobre risco de crédito – não foi rejeitada pelos testes estatísticos, confirmando os resultados encontrados por Amran, Bin & Hassan (2009), Domínguez & Gámez (2014), Lajili & Zeghal (2005), Linsley & Shrivies (2006), Rajab & Handley-Schachler (2009), Othman & Ameer (2009), Pinto & Lemos (2013), Rodrigues, Rodrigues & Capelletto (2010) e Shinzato (2011) que avaliaram a divulgação do risco de crédito em diversas atividades e países. Observa-se que a atual pesquisa converge com pesquisas internacionais e nacionais quanto à identificação do não cumprimento das normas contábeis de evidenciação do risco de crédito. Além disso, verifica-se que a ausência de informações sobre este tipo de risco é comum em diversas atividades e em diferentes períodos, não se tratando de um evento isolado.

Demonstra que, apesar das normas contábeis serem desenvolvidas com o objetivo de exercer influência sobre a redução da assimetria informacional (CVM, 2014), o descumprimento ou cumprimento parcial destes regulamentos, conforme encontrado nesta pesquisa, mesmo sendo compulsórias, ainda não garantem a disponibilização integral de informações pelos FIDCs. Neste contexto, compreende-se que a ausência de informações completas sobre os ativos utilizados na securitização e o respectivo risco de crédito atrelado caracteriza-se como um problema de seleção adversa aos investidores destas estruturas. A ausência parcial de informações sobre o risco de crédito das operações de securitização reflete que a economia da informação ainda não é plenamente atendida, ainda que a perspectiva informacional seja fundamental para o funcionamento da economia e necessária para a análise de problemas econômicos, conforme defendido por Stiglitz (1985).

Considerando ainda o pressuposto de Milgrom (1981-a), que defende que os compradores compreendem que a ausência de informações sobre um determinado produto está relacionada à falta de qualidade, a incompletude de informações sobre o principal risco das atividades de securitização pode criar o afastamento dos investidores. Isso já ocorreu durante a crise do *subprime* no mercado internacional e após a descoberta de fraudes contábeis no mercado de securitização brasileiro.

Ainda que a assimetria informacional seja um elemento que pode causar desordens aos mercados, amparado nos pressupostos da Teoria da Informação Assimétrica, a sua presença deve ser tratada como uma situação normal. Spence (2002) reforça este entendimento alegando que no mercado financeiro não se encontram informações completas, sendo preciso emitir sinais de que a entidade oferece oportunidades compatíveis aos interesses dos investidores.

Contudo, Stiglitz (2000) relata que, apesar de saber que as empresas buscam formas de sinalização das suas condições, estas não são suficientes ao mercado. Por este motivo, o mercado, que está sempre em evolução, busca novas formas de incentivar a divulgação das informações que necessita. Quanto à atuação dos FIDCs, observa-se que, apesar de serem desenvolvidos diversos métodos de sinalização aos seus investidores (subordinação, *covenants*, reserva de caixa, colateralização etc.), a informação ainda é requerida como recurso de apoio decisório ao mercado, devido a presença de regulamentos específicos (ICVM nº 489/11) e com devida explicação de aplicação pelo órgão responsável (Nota Explicativa da ICVM nº 489/11).

Contribuem com este entendimento os resultados da pesquisa de Favero Junior (2014) que encontrou que os investidores de FIDCs são conservadores, visto que, mesmo existindo garantias, tratam a cessão de ativos pelos originadores como se fosse *true sale*. Em vista disso, as normas contábeis, em especial os regulamentos específicos da securitização brasileira, são desenvolvidas com o objetivo de forçar a emissão de informações e reduzir a assimetria destas.

Ao analisar os regulamentos sobre evidenciação aplicados aos FIDCs, verifica-se que estes reconhecem a existência de práticas de reforço de crédito. Contudo, os critérios de divulgação contemplam as informações básicas, que permitem conhecimento direto e claro do nível de risco de crédito das operações de securitização, além de exigir que seja realizada divulgação das ações exercidas com a finalidade de dissipar riscos e aumentar a segurança dos investidores. A atuação das normas demonstra ser um recurso na busca da redução de

assimetrias, visto que, segundo Stiglitz (2000), sem a interferência de órgãos de controle, a imperfeição de mercado seria majorada e causaria ainda mais riscos.

Foi identificada ausência de divulgação de informações a respeito do risco de crédito pelos FIDCs, principalmente em relação às normas emanadas pelo CPC 40 (R1). Considerando que os pronunciamentos contábeis tem o objetivo de determinar a divulgação de informações necessárias aos usuários da informação, o não cumprimento desta divulgação leva à assimetria de informação. Isto significa que os pronunciamentos contábeis não têm atingido o seu objetivo que é gerar informações relevantes e úteis. Em contraponto, observa-se maior nível de atendimento da ICVM nº 489/11 em relação ao CPC 40 (R1).

A  $H_2$  – O nível de atendimento dos critérios de divulgação do risco de crédito definidos pela ICVM nº 489/11 é maior em relação ao atendimento dos critérios do CPC 40 – não foi rejeitada, visto a constatação da existência de diferenças significativas no atendimento das normas de evidenciação consideradas neste estudo. Converte, portanto, com os achados da pesquisa de Garcia, Fadel & Moraes (2015). Este resultado também confirma os resultados de Rajab & Handley-Schachler (2009) em relação à dificuldade de atender as normas de evidenciação do risco de crédito genéricas. Aflui ainda com a posição defendida por Cerbioni, Fabrizi & Pabonetti (2014) que reivindicam o desenvolvimento de normas específicas para as atividades de securitização, considerando suas particularidades, como forma de potencializar a divulgação das informações relativas às entidades que praticam esta atividade.

Sob a perspectiva da Teoria da Informação Assimétrica, verifica-se que, apesar de não haver pleno cumprimento da ICVM nº 489/11 quanto à divulgação do risco de crédito, pode-se identificar que esta norma atua como elemento dissipador da assimetria de informação em maior potencial em relação ao CPC 40 (R1). Isto porque é mais acatada a cada ano que passa e cuja observação e atendimento é superior às normas gerais de divulgação de informações defendidas pelo CPC 40 (R1).

Esta situação pode estar ligada a duas características. Uma delas refere-se ao nível de especificidade da ICVM nº 489/11 em relação às atividades de securitização, proporcionando uma melhor compreensão e aplicação. A outra possibilidade está amparada pelo fato de que a CVM possui poder de polícia, ou seja, de fiscalizar e punir, o que permite aplicar sanções às entidades que não cumprem seus regulamentos. A ausência destes aspectos no CPC 40 (R1), aliados às imperfeições de mercado, podem justificar o menor nível de atendimento desta norma.

A terceira hipótese da pesquisa,  $H_3$  – O nível de divulgação do risco de crédito é maior em critérios normativos qualitativos em relação aos aspectos quantitativos de evidenciação –

foi rejeitada. Os resultados dos testes demonstraram que os critérios normativos com aspectos quantitativos obtiveram nível de atendimento superior aos critérios qualitativos e quantitativos e qualitativos concomitante e que a diferença é estatisticamente relevante. Estes achados divergem dos resultados das pesquisas de Lajili & Zéghal (2005), Linsley & Shrivés (2006), Othman & Ameer (2009) e Silva, Machado & Hein (2013) que destacam os aspectos quantitativos com menor nível de evidenciação em relação aos qualitativos.

Identifica-se que a assimetria informacional está presente tanto em critérios normativos com aspectos quantitativos quanto qualitativos. Esta observação é coerente com Dantas et al. (2005) e Valente, (2014) que em suas pesquisas já haviam destacado que os regulamentos contábeis não são cumpridos em sua totalidade, tanto em âmbito quantitativo, como qualitativo. A presente pesquisa destaca que os aspectos qualitativos são menos atendidos, demonstrando que não há um detalhamento ou explicação completa sobre as informações disponibilizadas pelas demonstrações financeiras.

Os critérios normativos com aspectos quantitativos foram mais atendidos, ratificando que estes fundos preferem relacionar os valores de investimentos e possíveis perdas ao invés de identificar os fatos que podem gerar ou que geraram perdas. O baixo nível de informações qualitativas demonstra que os FIDCs não efetuam o detalhamento das situações que envolvem os ativos securitizados, potencializando o efeito da assimetria de informação quanto aos fatos geradores do risco de crédito. Stiglitz (2000) confirma este entendimento ao revelar que a informação se torna relevante para os agentes econômicos quando não é transmitida apenas pelos preços, mas sim, por uma série de outros formatos, incluindo detalhamentos analíticos e quantidades.

A  $H_4$  foi subdividida em  $H_{4.1}$  – O nível de divulgação do risco de crédito exigido pelo CPC 40 (R1) é influenciado por características dos FIDCs – e  $H_{4.2}$  – O nível de divulgação do risco de crédito exigido pela ICVM nº 489/11 é influenciado por características dos FIDCs. A  $H_{4.1}$  foi testada em cada um dos anos avaliados por este estudo. No ano de 2012, o poder de influência das empresas administradoras e empresas de auditoria existiu, porém, com baixa relevância. Em virtude deste ano corresponder ao início da aplicação das normas observadas neste estudo, era esperado que houvesse maior dificuldade de atendimento dos seus critérios. No ano de 2013, a influência destas entidades foi majorada, sendo possível verificar que a interação entre as empresas administradoras e as empresas de auditoria foram significativas na elevação do atendimento dos regulamentos de evidenciação do risco de crédito. Passado este momento de adaptação, em 2014, percebeu-se que, ainda que a auditoria e a administradora tenham ainda exercido influência sobre a divulgação praticada pelos FIDCs, porém em menor

nível em comparação a 2013, a elevação dos níveis de divulgação configura a busca pela melhoria no atendimento das normas contábeis, que pode, por vezes, ter sido determinado com base no *know-how* das entidades que se destacaram no exercício anterior. Além destas variáveis, foi significativa a idade do fundo, demonstrando correlação positiva com o nível de evidenciação do risco de crédito, segundo os critérios da ICVM nº 489/11. Isto demonstra que no ano de 2014 os fundos que foram estruturados há mais tempo passaram a atender mais esta norma de divulgação.

Isso demonstra que  $H_{4.1}$  pode ser aceita apenas em relação às variáveis que representam a empresa de auditoria, empresa administradora e idade do fundo. Apesar do pequeno poder explicativo do ano de 2012, estes achados são compatíveis com as conclusões de Atanasovski, (2015), quanto à empresa de auditoria. Em relação à empresa administradora e à idade dos fundos, por ser uma investigação inédita, contempla uma primeira visão a respeito destes determinantes do *disclosure* dos FIDCs.

Quanto à análise dos demais possíveis determinantes, este estudo confirma os achados de diversas pesquisas. Identifica a ausência de relação da evidenciação com: o segmento do originador, conforme demonstrado por Baroma (2014) e Domínguez & Gámez (2014); com o tamanho da empresa, como Rajab & Handley-Schachler (2009) e Hassan (2009); com a forma de constituição dos fundos, conforme Garcia, Fadel & Moraes (2015); com a estrutura das cotas, em conformidade com Domínguez & Gámez (2014) e Garcia, Fadel & Moraes (2015); com a rentabilidade, como Elzahar & Hussainey (2012), Pinto & Lemos (2013) e Maia, Formigoni & Silva (2012). Constatou-se que o prazo de duração e a idade do fundo, que foram avaliados pela primeira vez, também não interferem no nível de divulgação do risco de crédito dos FIDCs, em relação aos aspectos normativos da ICVM nº 489/11.

Foram realizados testes estatísticos quanto à  $H_{4.2}$ , cujos resultados demonstram que não é possível afirmar que existe influência de alguma das variáveis independentes na evidenciação do risco de crédito, conforme critérios normativos do CPC 40 (R1). Diferentemente de NERC\_ICVM, a variável NERC\_CPC não demonstrou relação com a empresa de auditoria e com a empresa administradora. Esta discrepância permite identificar que o atendimento das normas ocorre de forma distinta, conforme confirmado por  $H_2$ , e que as empresas de auditoria e as entidades administradoras preocuparam-se mais, a partir de 2013, em atender a norma emanada pela CVM.

Ou seja, as entidades que possuem responsabilidade perante os resultados (empresa administradora) e informações prestadas (empresa de auditoria) pelos FIDCs influenciam o nível de divulgação a respeito do risco de crédito. Stiglitz (2000) justifica afirmando que a

informação é imperfeita, há assimetrias de informação importantes no mercado e a extensão destas é afetada por ações de empresas e indivíduos. Com isso, compreende-se que a assimetria de informações existe em relação à evidenciação do risco de crédito pelos FIDCs, porém, que existem determinantes que atuam na sua ocorrência.

Além disso, conforme os FIDCs foram se estabilizando no mercado com o passar dos anos, também passaram a adotar mais as normas que determinam o *disclosure* sobre o risco de crédito, em especial, quanto à ICVM nº 489/11. A presença de fundos de investimento neste formato é recente no mercado brasileiro, verificando que entre os fundos que compõem a amostra deste estudo, o mais antigo tem 11 anos de idade. Isto leva a compreender a presença da variável idade como determinante apenas em 2014.

Quanto à empresa administradora, por se tratar de uma primeira investigação deste determinante sobre a divulgação dos FIDCs, leva a refletir sobre a influência desta entidade sobre as práticas de *disclosure* e do posicionamento assumido por fundos que atuam no mercado de capitais. Sendo a securitização uma atividade dotada de complexa estrutura e dependente de diversos elementos para o seu funcionamento, a entidade administradora demonstra o poder de determinar as informações que serão públicas, ainda que existam outras instituições com força para interferir nas ações praticadas dos FIDCs.

Assim como a variável relativa à entidade administradora, o prazo de vigência e a idade dos FIDCs foram avaliados pela primeira vez enquanto possíveis determinantes da divulgação do risco de crédito. Quanto ao prazo de vigência, que pode ser determinado ou indeterminado, verificou-se que não é atributo de destaque em relação ao *disclosure* destes fundos. No entanto, a idade mostrou que o amadurecimento dos FIDCs interferiu, em período recente, na divulgação do risco de crédito. Este é mais um fator que demonstra que as práticas de securitização têm, pouco a pouco, buscando formas de consolidar-se no mercado. Isso leva a compreender que nos anos iniciais, a principal preocupação dos FIDCs está voltada para outros fatores, e, assim que se obtém relativa estabilidade, encontra no aprimoramento da divulgação contábil instrumento de relacionamento com o mercado.

Em vista dos resultados alcançados por esta pesquisa, verifica-se que os mesmos contribuem para os investidores ou possíveis investidores em cotas de FIDCs, demonstrando que a transparência ainda não é uma característica de destaque destas estruturas, mesmo com a evolução das normas. No entanto, observa-se que existe uma tendência de elevação do nível de divulgação de informações sobre o risco de crédito, ainda que de forma branda. Mostra, assim, que existe a elevação na disponibilização de informações por meio dos relatórios contábeis, contribuindo com a eficiência do mercado. Entretanto, ainda é preciso

desenvolver novas ferramentas que promovam uma comunicação mais eficiente entre FIDCs e cotistas por meio destes relatórios.

Os resultados encontrados contribuem no sentido da percepção a respeito da securitização brasileira e as expectativas sobre estas atividades para os próximos anos. A elevação do nível de informações disponibilizadas pode demonstrar o amadurecimento destas práticas no Brasil. Após ter passado por um período de retração, causada pela elevação das exigências regulamentárias, os FIDCs demonstram a busca por um relacionamento sadio com seus investidores. Nesse sentido, permite verificar que a atuação dos órgãos de regulamentação tem papel importante na consolidação de novas atividades e que tem poder de tornar o mercado de capitais mais equilibrado.

A pesquisa colabora com a ampliação sobre o conhecimento a respeito da influência dos órgãos emissores de normas, visto que demonstra que os pronunciamentos contábeis emitidos pelo CPC possuem menor impacto nas entidades em relação aos regulamentos emanados pela CVM. Permite, portanto, gerar questionamentos sobre a necessidade de uma atuação mais eficaz do CPC junto às entidades quanto ao cumprimento de suas normas, a fim de atingir os objetivos aos quais foi criado.

Este estudo permite ainda contribuição ao rol das pesquisas contábeis, em especial, quanto à relação das normas de contabilidade com as práticas efetivamente realizadas pelas empresas. Assim, conforme destacado por pesquisas anteriores, converge quanto ao baixo nível de atendimento das normas contábeis. Porém, atua complementando o conhecimento científico quanto à atuação dos FIDCs, demonstrando que o *disclosure* do risco de crédito é influenciado por entidades que possuem responsabilidade sobre a atuação destes fundos e que a especificidade das normas, aliada à atuação do órgão emissor, tem maior potencial de dissipar a assimetria de informação. Além disso, a presente pesquisa colabora com a ampliação do conhecimento científico a respeito da securitização e do mercado de capitais no Brasil, sendo temas ainda pouco explorados.

No desenvolvimento desta pesquisa foram percebidas algumas limitações. Entre elas, destaca-se que a pesquisa avalia o nível de evidenciação apenas sob a perspectiva do risco de crédito das operações de securitização realizadas pelos FIDCs. Cabe salientar que o *full disclosure* é obtido por meio da evidenciação de todos os aspectos relevantes das entidades e que, por este motivo, as normas contém diversos critérios de informações que devem ser divulgadas, não sendo o foco da presente pesquisa.

Outra limitação corresponde ao curto espaço de tempo de aplicação das normas que regulamentam a divulgação de informação sobre o risco de crédito das operações realizadas

pelos FIDCs. Além disso, informa-se que podem existir enganos na avaliação das informações contidas nas notas explicativas e em sua respectiva categorização de dados, visto ser um processo manual e, que, por diversos momentos, envolveu julgamento da pesquisadora.

Como sugestão para futuros estudos, propõe-se que esta pesquisa seja reaplicada contemplando os próximos exercícios sociais, a fim de confirmar se o tempo tem influência sobre o atendimento das normas de divulgação, com a respectiva comparação entre regulamentos do CPC e da CVM. Para isso, recomenda-se o uso de técnicas estatísticas que permitam avaliação por meio de séries temporais.

Stiglitz (2000) destaca que, sob a perspectiva da economia da informação, uma das questões-chave é saber como o conhecimento a respeito das entidades é disseminado, absorvido e utilizado. No contexto da securitização, propõe-se que seja pesquisado sobre o relacionamento dos investidores da securitização com as informações contidas nos relatórios contábeis, e seus intermediários, caso existam, quanto à sua efetiva utilização no processo decisório sobre investimentos em cotas de FIDCs. Outra possibilidade de pesquisa é a investigação sobre o poder de polícia da CVM, a fim de identificar como esta característica pode atuar na diminuição da assimetria de informações presente no mercado.

## REFERÊNCIAS

- Abraham, S. & Cox, P. (2007). Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *The British Accounting Review*, 39(1), 227-248. doi: 10.1016/j.bar.2007.06.002
- Agarwal, S., Chang, Y. & Yavas, A. (2012). Adverse selection in mortgage securitization. *Journal of Financial Economics*, 105(1), 640-660. doi: 10.1016/j.jfineco.2012.05.004
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. doi: 10.2307/1879431
- Amran, Z., Bin, A. & Hassan, C. H M. (2009). Risk reporting: an exploratory study in risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, 24(1), 39-57. doi: 10.1108/02686900910919893
- ANBIMA. (2015). *Destinação de recursos ICVM 400*. 2015. Recuperado em 3 de junho de 2015, de <http://www.debentures.com.br/dadosconsolidados/destinacaoderecursos.asp>.
- Atanasovski, A. (2015). Empirical investigation into the determinants of compliance with IFRS 7 disclosure requirements. *Acta Universitatis Danubius*, 11(2), 5-17.
- Baigorri, M. C. (2014). *Securitização de recebíveis e risk taking das instituições financeiras: evidências do mercado brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Universidade de Brasília, Brasília.
- Banco Central do Brasil. Resolução nº 453, de 16 de novembro de 1977. (1977). Recuperado em 5 de maio de 2015, de <http://www.bcb.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Resolução nº 523, de 14 de março de 1979. (1979). Recuperado em 16 de maio de 2015, de <http://www.bcb.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Resolução nº 1.834, de 26 de junho de 1991. (1991). Faculta a captação de recursos no exterior, com estabelecimento de vínculo a exportações. Recuperado em 13 de maio de 2015, de <http://www.bcb.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Resolução nº 2.026, de 24 de novembro de 1993. (1993). Faculta a aquisição e a retrocessão de direitos creditórios oriundos de operações comerciais ou de prestação de serviços pelas instituições que especifica. Recuperado em 12 de maio de 2015, de <http://www.bcb.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Resolução nº 2.493, de 07 de maio de 1998. (1998). Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo. Recuperado em 16 de maio de 2015, de <http://www.bcb.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Resolução nº 2.517, de 29 de junho de 1998. (1998). Considera como valores mobiliários os Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI, de que trata o art. 6º da Lei nº 9.514, de 20.11.97. Recuperado em 11 de maio de 2015, de <http://www.bcb.gov.br>.

- \_\_\_\_\_. Resolução nº 2.686, de 26 de janeiro de 2000. (2000). Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários. Recuperado em 8 de maio de 2015, de <http://www.bcb.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Resolução nº 2.836, de 30 de maio de 2001. (2001). Altera e consolida normas sobre cessão de créditos. Recuperado em 10 de maio de 2015, de <http://www.bcb.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Resolução nº 2.907, de 29 de novembro de 2001. (2001). Autoriza a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Recuperado em 14 de maio de 2015, de <http://www.bcb.gov.br>.
- Bardin, L. (2006). *Análise de conteúdo*. (7 ed.). Lisboa.
- Baroma, B. (2014). The Association between the Level of Risk Disclosure and Corporation Characteristics in the Annual Reports of Egyptian Companies. *American Journal of Business, Economics and Management*, 2(1), 9-16. doi: 10.1016/j.bar.2007.06.002
- Barth, M. E. & Landsman, W. R. How did financial reporting contribute to the financial crisis? *European Accounting Review*, 19(3), 399-423. doi: 10.2139/ssrn.1601519
- Brasil. Emenda Constitucional nº 37, de 12 de junho de 2002. (2002). Altera os arts. 100 e 156 da Constituição Federal e acrescenta os arts. 84, 85, 86, 87 e 88 ao Ato das Disposições Constitucionais Transitórias. Recuperado em 18 de maio de 2015, de <http://www.planalto.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. (1965). Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Recuperado em 12 de maio de 2015, de <http://www.planalto.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. (1976). Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Recuperado em 19 de maio de 2015, de <http://www.planalto.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Recuperado em 11 de maio de 2015, de <http://www.planalto.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997. (1997). Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Recuperado em 13 de maio de 2015, de <http://www.planalto.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. (2001). Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Recuperado em 13 de maio de 2015, de <http://www.planalto.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. (2002). Institui o Código Civil. Recuperado em 11 de maio de 2015, de <http://www.planalto.gov.br>.

- \_\_\_\_\_. Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004. (2004). Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Recuperado em 13 de maio de 2015, de <http://www.planalto.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004. (2004). Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; institui o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e à Ampliação da Estrutura Portuária – REPORTO; altera as Leis nºs 10.865, de 30 de abril de 2004, 8.850, de 28 de janeiro de 1994, 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 10.522, de 19 de julho de 2002, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, e 10.925, de 23 de julho de 2004; e dá outras providências. Recuperado em 10 de maio de 2015, de <http://www.planalto.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004. (2004). Dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, dá nova redação a dispositivos das Leis nºs 9.973, de 29 de maio de 2000, que dispõe sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários, 8.427, de 27 de maio de 1992, que dispõe sobre a concessão de subvenção econômica nas operações de crédito rural, 8.929, de 22 de agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural – CPR, 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, e altera a Taxa de Fiscalização de que trata a Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, e dá outras providências. Recuperado em 10 de maio de 2015, de <http://www.planalto.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. (2005). Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Recuperado em 14 de maio de 2015, de <http://www.planalto.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015. (2015). Reduz a zero as alíquotas da Contribuição para o PIS/PASEP, da COFINS, da Contribuição para o PIS/Pasep-Importação e da Cofins-Importação incidentes sobre a receita de vendas e na importação de partes utilizadas em aerogeradores; e dá outras providências. Recuperado em 03 de maio de 2015, de <http://www.planalto.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Medida Provisória nº 1.858, de 26 de outubro de 1999. (1999). Altera a legislação das Contribuições para a Seguridade Social - COFINS, para os Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público - PIS/PASEP e do Imposto sobre a Renda, e dá outras providências. Recuperado em 26 de maio de 2015, de <http://www.planalto.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Medida Provisória nº 656, de 07 de outubro de 2014. (2014). Reduz a zero as alíquotas da Contribuição para o PIS/PASEP, da COFINS, da Contribuição para o PIS/Pasep-Importação e da Cofins-Importação incidentes sobre a receita de vendas e na importação de partes utilizadas em aerogeradores, prorroga benefícios, altera o art. 46 da Lei nº 12.715, de 17 de setembro de 2012, que dispõe sobre a devolução ao exterior ou a destruição de mercadoria estrangeira cuja importação não seja autorizada, e dá outras providências. Recuperado em 20 de maio de 2015, de <http://www.planalto.gov.br>.

- Brown, R. A. (2010). Financial reform and the subsidization of sophisticated investor's ignorance in securitization markets. *Journal of Law and Business*, 7(1), 105-174. doi: <http://ssrn.com/abstract=1748083>
- Câmara, G. A. *Securitização em instituições financeiras atuantes no mercado brasileiro: um estudo sobre práticas de gerenciamento de resultados no período de 2002 a 2010*. (2012). Dissertação de Mestrado, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória.
- Caminha, U. (2007). *Securitização*. (2 ed.). São Paulo: Saraiva.
- Cardoso, R. L., Mendonça Neto, O. R. & Riccio, E. L. (2012). A evolução recente da transparência dos fatores de risco nas informações contábeis: uma análise de empresas brasileiras de telecomunicações. *Revista de Administração Mackenzie*, 5(2), 13-35. doi: 10.1590/S1519-70772007000400005
- Carvalho, T. L. (2012). *Fundo de investimento imobiliário: análise jurídica e econômica do sistema de publicidade de informações, das restrições operacionais e dos fatores de riscos*. Dissertação de Mestrado, Fundação Mineira de Educação e Cultura, Belo Horizonte.
- Catão, G. C. (2006). *Securitização de recebíveis no setor bancário brasileiro: um estudo multi-caso*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa.
- Cerbioni, F., Fabrizi, M. & Pabonetti, A. (2014). Securitizations and the financial crisis: is accounting the missing link? *Accounting Forum*, 39, 155–175. doi: 10.1016/j.accfor.2014.05.00
- Chaves, N. C. (2006). *Direito empresarial: securitização de crédito*. Belo Horizonte: Del Rey.
- Chen, W., Liu, C.-C. & Ryan, S. G. (2008). Characteristics of securitizations that determine issuers' retention of the risks of the securitized assets. *The Accounting Review*, 83(5), 1181-1215. doi: 10.2308/accr.2008.83.5.1181
- Cheng, M., Dhaliwal, D. & Neamtiu, M. (2008). Bank's asset securitization and information opacity. *Working Paper, The University of Arizona*. doi: 10.2139/ssrn.1270832
- Circular nº 1.979, de 27 de junho de 1991. (1991). Dispõe sobre a captação de recursos externos, com estabelecimento de vínculo a exportações - Res. nº 1.834, de 26.06.91. Recuperado em 15 de maio de 2015, de <http://www.bcb.gov.br>.
- Circular nº 3.027, de 22 de fevereiro de 2001. (2001). Institui e regulamenta o Registro Declaratório Eletrônico (RDE) de empréstimos entre residentes ou domiciliados no País e residentes ou domiciliados no exterior e de captação de recursos no exterior com vínculo a exportações. Recuperado em 15 de maio de 2015, de <http://www.bcb.gov.br>.
- Coelho, A. C. D. & Borelli, M. T. (2012). In Lima, I. S., Lima, G. A. S. F. & Pimentel, R. C. (2012). *Curso de mercado financeiro*. (2 ed.). São Paulo: Atlas, 131-162.

- Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 281, de 04 de junho de 1998. (1998). Dispõe sobre o registro de distribuição pública de debêntures por companhias securitizadoras de créditos financeiros. Recuperado em 12 de maio de 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 284, de 24 de julho de 1998. (1998). Dispõe sobre companhia securitizadora de créditos imobiliários e distribuição pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI. Recuperado em 18 de maio de 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001. (2001). Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Recuperado em 03 de maio de 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. (2003). Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88. Recuperado em 11 de maio de 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004. (2004). Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Recuperado em 11 de maio de 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004. (2004). Dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI. Recuperado em 13 de maio de 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 443, de 08 de dezembro de 2006. (2006). Altera a Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004. Recuperado em 09 de maio de 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 444, de 08 de dezembro de 2006. (2006). Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados. Recuperado em 14 de maio de 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 446, de 19 de dezembro de 2006. (2006). Altera a Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, e a Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004. Recuperado em 08 de maio de 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. (2006). Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Recuperado em 08 de maio de 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.
- \_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. (2009). Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Recuperado em 12 de maio de 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.

\_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 489, de 14 de janeiro de 2011. (2011). Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC e dos Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC, regidos pela Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social – FIDC-PIPS, regidos pela Instrução CVM nº 399, de 21 de novembro de 2003 e dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados – FIDC-NP, regidos pela Instrução CVM nº 444, de 8 de dezembro de 2006. Recuperado em 16 de maio de 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.

\_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 531, de 06 de fevereiro de 2013. (2013). Altera dispositivos da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001 e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Recuperado em 14 de maio de 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.

\_\_\_\_\_. (2014). *Retenção de risco na securitização: um estudo a partir da metodologia de análise de impacto regulatório*. Assessoria de Análise e Pesquisa. Recuperado em 25 de abril de 2015, de [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso\\_informacao/serieshist/estudos/anexos/AIR\\_retencao-de-riscos.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/anexos/AIR_retencao-de-riscos.pdf)

Comitê de Pronunciamentos Contábeis. CPC 00 (R1), de 2 de dezembro de 2011. (2011). Estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro. Recuperado em 15 de maio de 2015, de <http://www.cpc.org.br>.

\_\_\_\_\_. CPC 26 (R1), de 15 de dezembro de 2011. (2011). Apresentação das demonstrações contábeis. Recuperado em 15 de maio de 2015, de <http://www.cpc.org.br>.

\_\_\_\_\_. CPC 38, de 29 de novembro de 2009. (2009). Instrumentos financeiros: reconhecimento e mensuração. Recuperado em 15 de maio de 2015, de <http://www.cpc.org.br>.

\_\_\_\_\_. CPC 40 (R1), de 30 de agosto de 2012. (2012). Instrumentos financeiros: evidenciação. Recuperado em 15 de maio de 2015, de <http://www.cpc.org.br>.

Committee On Capital Markets Regulation. (2009). *The global financial crisis: a plan for regulatory reform*. Recuperado em 23 de maio de 2015, de [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009\\_2014/documents/d-us/dv/d-us\\_tgfc-ccmr\\_executive\\_summa/d-us\\_tgfc-ccmr\\_executive\\_summary.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/d-us/dv/d-us_tgfc-ccmr_executive_summa/d-us_tgfc-ccmr_executive_summary.pdf)

Cunha, J. V. A. & Coelho, A. C. (2012). Regressão linear múltipla. In L. J. Corrar, E. Paulo & J. M. Dias Filho (Coord.), *Análise multivariada* (pp. 131-231). (1 ed.). São Paulo: Atlas.

Dantas, J. A., Rodrigues, F. F., Rodrigues, J. M. & Capelletto, L. R. (2010). Determinantes do grau de evidenciação de risco de crédito pelos bancos brasileiros. *Revista Contabilidade e Finanças*, São Paulo, 21(52), 1-27. doi: 10.1590/S1519-70772010000100002

Dantas, J. A., Zendersky, H. C., Santos, S. C. & Niyama, J. K. (2005). A dualidade entre os benefícios do *disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. *Revista Economia e Gestão*, Belo Horizonte, 5(11), 56-76.

- Deloitte. (2014). *Securitization accounting*. (9 ed.). Recuperado em 15 de maio de 2015, de [http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/is/Documents/audit/Securitization\\_accounting\\_012014.pdf](http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/is/Documents/audit/Securitization_accounting_012014.pdf)
- Demo, P. (2000). *Metodologia do conhecimento científico*. São Paulo: Atlas.
- Dencker, A. F. M. & Viá, S. C. (2001). *Pesquisa empírica em ciências humanas*. São Paulo: Futura.
- Desa, C. L. (2005). Da água pro vinho: how the baby boomers enabled the creation of a secondary mortgage market in Brazil. *SSRN Working Paper Series*. doi: 10.2139/ssrn.811547
- Dobler, M. (2008). Incentives for risk reporting: a discretionary disclosure and cheap talk approach. *The International Journal of Accounting*, 43(1), 184-206. doi: 10.1016/j.intacc.2008.04.005
- Domínguez, L. R & Gámez, L. C N. (2014). Corporate reporting on risks: evidence from Spanish companies. *Revista de Contabilidade – Spanish Accounting Review*, 17(2), 116–129. doi: 10.1016/j.rcsar.2013.10.002
- Elzahar, H. & Hussainey, K. (2012). Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. *The Journal of Risk Finance*, 13(2), 133-147. doi: 10.1108/15265941211203189
- Ernst Young. (2014). *Transfers and servicing of financial assets*. Financial Reporting Developments. Recuperado em 04 de maio de 2015, de <http://www.ey.com>.
- Fabozzi, F. J. & Kothari, V. (2007). Securitization: the tool of financial transformation. *Journal of Financial Transformation*, 20(1), 33-45. doi: 10.2139/ssrn.997079
- Fachin, O. (2001). *Fundamentos de metodologia*. (3 ed.). São Paulo: Saraiva.
- Farhi, M. & Cintra, M. A. M. (2002). Informação dos investidores: classificação de riscos, contabilidade e conflitos de interesses. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, 23(2), 761-786.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L. & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Favero Junior, O. Z. (2014). *Securitização de ativos e transferência de risco – evidências no mercado de capitais brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Ferabolli, C. (2014). *Fatores de influência à securitização bancária no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo.
- Fernandes, M. P., Sheng, H. H. & Lora, M. I. (2014). Securitização, *rating* de crédito e característica dos emissores. *Brazilian Business Review*, Vitória, 11(6), 1-22. doi: 10.15728/bbr.2014.11.6.1

- Friedman, J. (1971). A non-cooperative equilibrium for supergames. *Review of Economic Studies*, 38, 1-12.
- Garcia, E. L. M., Fadel, M. O. & Moraes, R. O. (2015). Análise da influência da estrutura das cotas de fundos de investimento em direitos creditórios na evidenciação do risco de crédito. In *14 Congresso Anpcont*. Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis: Curitiba.
- Gil, A. C. (2010). *Como elaborar projetos de pesquisa*. (5 ed.). São Paulo: Atlas.
- Gobetti, G., Perdigão, E. B., Brehmer, T. K. A. C. & Lopes A. B. (2010). Instrumentos financeiros. In Ernest Young & Fipecafi (Eds.), *Manual de normas internacionais de contabilidade: IFRS versus normas brasileiras* (pp.292-393). (2 ed.). São Paulo: Atlas.
- Gorton, G. B. & Souleles, N. S. (2005). Special purpose vehicles and securitization. *Federal Reserve Bank of Philadelphia*, Working Paper No. 05-21. doi: 10.3386/w11190
- Gregório, J., Lima, G. A. S. F. & Goulart, A. M. C. (2012). Mercado de renda fixa. In I. S. Lima, G. A. S. F. Lima & R. C. Pimentel (Eds.), *Curso de mercado financeiro* (pp. 91-109). (2 ed.). São Paulo: Atlas.
- Guo, G. & Wu, H.-M. (2014). A study on risk retention regulation in asset securitization process. *Journal of Banking & Finance*, 45(1), 61-71. doi: 10.1016/j.jbankfin.2013.12.027
- Hair Jr., J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E. & Tatham, R. L. (2009). *Análise Multivariada de dados*. (6.ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Hassan, M. K. (2009). UAE corporations-specific characteristics and level of risk disclosure. *Managerial Auditing Journal*, 24(7), 668 – 687. doi: 10.1108/02686900910975378.
- Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405-440. doi: 10.2139/ssrn.258514
- Hendriksen, E. S. & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- IOSCO. (2012). *Global Developments in Securitisation Regulation*. Final Report. Recuperado em 25 de abril de 2015, de <http://www.eifr.eu/files/file2248388.pdf>.
- Iudícibus, S., Martins, E., Gelbcke, E. R. & Santos, A. (2010). *Manual de Contabilidade Societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC*. (1 ed.). São Paulo: Atlas.
- Jackson, H. E. (2010). Loan-level disclosure in securitization transactions: a problem with three dimensions. *Harvard Public Law & Legal Theory*, Working Paper Series, Paper nº 10-40. doi: 10.2139/ssrn.1649657
- Kendall, L. T. (1998). Securitization: A new era in american finance. In L. T. Kendall & M. J. Fishman (Eds.), *A primer on securitization*, (pp. 1-16). MIT Press: London.

- Keys, B. J., Mukherjee, T., Seru, A. & Vig, V. (2008). Did securitization lead to tax screening? Evidence from sbprimes loans. *The Quarterly Journal of Economics*, 125(1), 307-362. doi: 10.1162/qjec.2010.125.1.307
- Kiff, J. & Kisser, M. (2014). A shot at regulating securitization. *Journal of Financial Stability*, 10(1), 32-49. doi: 10.2139/ssrn.1741274
- Kochen, N. (1998). Securitization from the investor view: meeting investor needs with products and price. In L. T. Kendall & M. J. Fishman (Eds.). *A primer on securitization*, (pp. 103-116). MIT Press: London.
- Kothari, S. P. & Lester, R. (2012). The role of accounting in the financial crisis: lessons for the future. *Accounting Horizons*, 26(2), 335-351. doi: 10.2308/acch-50134
- Lajili, K. & Zéghal, D. (2005). A content analysis of risk management disclosures in Canadian annual reports. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 22(2), 125-142. doi: 10.1111/j.1936-4490.2005.tb00714.x
- Landsman, W. R., Peasnell, K. & Shakespeare, C. (2008). Are asset securitizations sales or loans? *The Accounting Review*, 83(5), 1-36. doi: 10.2308/accr.2008.83.5.1251.
- \_\_\_\_\_. (2010). Market reaction to securitization retained interest impairments during the financial crisis of 2007-2008: are implicit guarantees worth the paper they're not written on? *Working Paper*, Lancaster University, University of North Carolina, and University of Michigan. doi: 10.2139/ssrn.1508664
- Lima, F. G. (2015). *Análise de riscos*. São Paulo: Atlas.
- Linsley, P. M. & Shrides, P. J. (2006). Risk reporting: a study of risk in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(1), 387-404. doi: 10.1016/j.bar.2006.05.002
- Lopes, A. B. & Martins, E. (2007). *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. 2. ed. São Paulo: Atlas.
- Luxo, J. C. A. (2007). *O impacto da securitização de ativos nos indicadores financeiros e no beta das empresas*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Madrigal, M. H., Guzmán, B. A. & Guzmán, C. A. (2015). Determinants of corporate risk disclosure in large Spanish companies: a snapshot. *Contaduría y Administración*, 60, 757-775. doi: 10.1016/j.cya.2015.05.014
- Maia, H. A., Formigoni, H & Silva A.A. (2012). Empresas de auditoria e o compliance com o nível de evidência obrigatório durante o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14(44), 335-352.
- Malaquias, R. F. (2008). *Disclosure de instrumentos financeiros segundo as normas internacionais de contabilidade: evidências empíricas de empresas brasileiras*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia.

- Marconi, M. A. & Lakatos, E. M. (2006). *Metodologia do trabalho científico*. 6. ed. São Paulo: Atlas.
- Marôco, J. (2010). *Análise de equações estruturais: fundamentos teóricos, software & aplicações*. Pêro Pinheiro: ReportNumber.
- Martins, G. A. (2006). *Estudo de caso: uma estratégia de pesquisa*. São Paulo: Atlas.
- Martins, G. A. & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. (2 ed.) São Paulo: Atlas.
- McClave, J. T., Benson, P. G. & Sincich, T. (2009). *Estatística para administração e economia*. 10.ed. São Paulo: Pearson.
- Mickalak, T. C. & Uhde, A. (2012). Credit risk securitization and bank soundness in Europe. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 52(1), 272-285. doi: 10.1016/j.qref.2012.04.008
- Milgrom, R. P. (1981-a). Good news and bad news: representation theorems and applications. *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 380-391.
- \_\_\_\_\_. (1981-b). Rational Expectations, Information Acquisition, and Competitive Bidding. *Journal of the Econometric Society*, 49(4), 921-943.
- Myerberg, M. (1998). The use of securitization by investors and issuers in international markets. In L. T. Kendall & M. J. Fishman (Eds), *A primer on securitization* (pp. 139-152). MIT Press: London.
- Nota explicativa à Instrução CVM nº 489, de 14 de janeiro de 2011. (2011). Recuperado em 15 de março de 2015, de <http://www.cvm.gov.br>.
- Oliveira, A. B. S., Ceconello, A. R., Barbosa, C. F., Célide, E. S., Kounrouzan, M. C. & Giorgi, W. A. B. (2003). *Métodos e técnicas de pesquisa em contabilidade*. São Paulo: Saraiva.
- Oliveira, J., Rodrigues, L L. & Craig, R. (2011), "Risk-related disclosures by non-finance companies. *Managerial Auditing Journal*, 26(9), 817 – 839. doi: 10.1108/02686901111171466
- Othman, R. & Ameer, R. (2009). Market risk disclosure: evidence from Malaysian listed firms. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 17(1), 57-69. doi: 10.1108/13581980910934045
- Pagano, M. & Volpin, P. (2008). *Securitization, disclosure and liquidity*. Preliminary Draft.
- Pinheiro, F. A. P. (2008). *Securitização de recebíveis: uma análise dos riscos inerentes*. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo.

- Pinto, C. R. A. A. & Lemos, K. C. M. R. (2013). Fatores determinantes da divulgação de informação sobre risco de liquidez: evidência empírica no sistema financeiro português. In *14 Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria*, Lisboa: Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa.
- Porto, J. M. (2015). *Manual dos mercados financeiro e de capitais*. São Paulo: Atlas.
- Rajab, B. & Handley-Schachler, M. (2009). Corporate risk disclosure by UK firms: trends and determinants. *World Review of Entrepreneurship Management and Sustainable Development*, 5(3), 224-243. doi: 10.1504/WREMSD.2009.026801
- Ranieri, L. S. (1998). The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential. In L. T. Kendall & M. J. Fishman (Eds). *A primer on securitization*, (pp. 31-44). MIT Press: London.
- Rea, L. M. & Parker, R.A. (2002). *Metodologia de pesquisa: do planejamento à execução*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning.
- Rocha, I., Pereira, A. M., Bezerra, F. A. & Nascimento, S. (2012). Análise da produção científica sobre Teoria da Agência e Assimetria Informacional. *REGE*, São Paulo, 19(2), 327-340. doi: 10.5700/rege426
- Rodrigues, A & Paulo, E. (2012). Regressão linear múltipla. In L. J. Corrar, E. Paulo & J. M. Dias Filho (Coord.), *Análise multivariada* (pp. 1-72). (1 ed.). São Paulo: Atlas.
- Santos, A. R. (2006). *Metodologia científica: a construção do conhecimento*. (6 ed.). Rio de Janeiro: DP&A.
- Schiozer, R. F. & Tejerina, D. L. A. P. (2013). Exposição a risco e captação em fundos de investimento: os cotistas monitoram a alocação de ativos? *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, 11(4), 527-558.
- Schwarcz, S. L. Disclosure's failures in the subprime crisis. *Utah Law Review*, 1109-1122. doi: 10.1002/9781118266588.ch55
- \_\_\_\_\_. The future of securitization. *Connecticut Law Review*, v. 41, n. 4, p. 1313-1325, may, 2009. doi: 10.2139/ssrn.1300928
- Severino, A. J. (2007). *Metodologia do trabalho científico*. (23 ed.). São Paulo: Cortez.
- Shinzato, J. M. (2011). *O uso de instrumentos financeiros e o nível de evidenciação qualitativa e quantitativa nas demonstrações contábeis de empresas não financeiras, no contexto das IFRS*. Dissertação de Mestrado, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.
- Siegel, S. & Castellan Jr., N. J. (2006). *Estatística não-paramétrica para as ciências do comportamento*. (2 ed.). Porto Alegre: Artmed.
- SIFMA. *Statistics and data pertaining to financial markets and the economy*, 2015. Recuperado em 20 de junho de 2015, de <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>.

- Silva, M. A. F. (2005). *Métodos e técnicas de pesquisa*. (2 ed.). Curitiba: Ibpx.
- Silva T. P., Machado, D. G. & Hein, N. (2013). Análise exploratória da evidencição da natureza e extensão dos riscos decorrentes de instrumentos financeiros nas notas explicativas e empresas listadas na BM&FBovespa. *ConTexto*, Porto Alegre, 13(24), 37-49. doi: [doaj.org/article/4140f124e3bb41559fe17fd37f318da0](http://doaj.org/article/4140f124e3bb41559fe17fd37f318da0)
- Silva Filho, E. B. (2014). *Securitização de ativos públicos para financiamento de projetos de infraestrutura: o caso brasileiro e a experiência dos BRICS*. XIX Prêmio Tesouro Nacional, Concurso de Monografia em Finanças Públicas. Recuperado em 5 de maio de 2015, de [http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td\\_1989.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1989.pdf)
- Souza, E. B. M. (2014). *Mensuração e evidencição contábil do risco financeiro de derivativos*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Spence, A. M. (2002). Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *The American Economic Review*, 92(3), 434-459. doi: 10.1257/00028280260136200
- Stiglitz, J. E. (1975). Information and economic analysis: a current economic problems. In *Association of University Teachers of Economics Annual Conference*, Manchester: Cambridge Universitr Press, 27-52.
- \_\_\_\_\_ (1985). Information and economic analysis: a perspective. *Economic Journal*, 95(1), 21-41.
- \_\_\_\_\_ (2000). The contributions of the economics of information to twentieth century economics. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(4), 1441-1478.
- \_\_\_\_\_ (2001). Information and the change in the paradigm in economics. *The American Economic Review*, 92(3), 460-501.
- Uqbar. (2015-a). *Finanças estruturadas*. Anuário Uqbar.
- \_\_\_\_\_ (2015-b). *Securitização e financiamento imobiliário*. Anuário Uqbar.
- Velente, N. T. Z. (2014). *Qualidade da informação contábil na perspectiva da Ciência da Informação*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Vergara, S. C. (2006). *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. (7 ed.). São Paulo: Atlas.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97-180.
- Watts, R. L. & Zimmerman, J. L. (1986). Positive accounting theory. *Prentice-Hall Inc*.

**ANEXO I – Lista dos FIDCs que compõem a amostra do estudo**

1	ACTIVA FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL LP
2	ALFA FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
3	ALPHATRADE FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
4	AMIGO FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTICARTEIRA
5	ÁTICO FIDC IMOBILIÁRIOS
6	ATLANTA FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
7	ATLANTIC FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
8	AUDAX FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS FINANCEIROS E MERCANTIS
9	BELLUNO FIDC - MULTISSETORIAL
10	BENFICA FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
11	BENVAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
12	BER CAPITAL CORPORATE FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
13	BFC FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
14	BMA FIDC MULTISSETORIAL
15	BOTICÁRIO FIDC
16	BRISBANE FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
17	BUYCRED FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL LP
18	BV FINANCEIRA FIDC I
19	BV FINANCEIRA FIDC II
20	BV FINANCEIRA FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS VI
21	CAMBUI FINANÇAS FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL LP
22	CAPITAL FORTE FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
23	CAPITAL RS FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
24	CATERPILLAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS DO SEGMENTO INDUSTRIAL II
25	CHEMICAL VI - FIDC - INDÚSTRIA PETROQUÍMICA
26	CREFIT FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
27	CREDIT BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
28	CREDITO CORPORATIVO BRASIL FIDC
29	CRÉDITO UNIVERSITÁRIO FIDC
30	CREDIX FIDC I FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL LP
31	DEL CRED FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
32	DRIVER BRASIL ONE BANCO VOLKSWAGEN FIDC FINANCIAMENTO DE VEÍCULOS
33	DUAS RODAS FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

	AUTOMOTIVO LP
34	ECO MULTI COMMODITIES FIDC FINANCEIROS AGROPECUARIOS
35	EGM FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
36	FAMCRED FIDC MULTISSETORIAL
37	FCM FIDC MERCANTIS E SERVIÇOS
38	FÊNIX FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS DO VAREJO
39	FIDC - BICBANCO CRÉDITO CORPORATIVO
40	FIDC - FORNECEDORES I
41	FIDC - FORNECEDORES ODEBRECHT
42	FIDC - INSUMOS BÁSICOS DA INDÚSTRIA PETROQUÍMICA
43	FIDC ABERTO - PSA FINANCE BRASIL I
44	FIDC ABERTO BCSUL VERAX CPP 180
45	FIDC BANCO GMAC - FINANCIAMENTO A CONCESSIONÁRIAS
46	FIDC BCSUL VERAX MULTICRED FINANCEIRO
47	FIDC BICBANCO CRÉDITO CORPORATIVO II
48	FIDC CAIXA RB CAPITAL HABITAÇÃO
49	FIDC CESP IV
50	FIDC CORPORATIVO - ABERTO BICBANCO
51	FIDC DA COMPANHIA ESTADUAL DE ÁGUAS E ESGOTOS - CEDAE
52	FIDC DA INDÚSTRIA EXODUS I
53	FIDC DA INDUSTRIA EXODUS III - BRZ
54	FIDC DA INDÚSTRIA EXODUS MASTER
55	FIDC DA SANEAMENTO DE GOIAS S.A. - SANEAGO - INFRAESTRUTURA
56	FIDC F VIII - MULTISEGMENTOS
57	FIDC GM - VENDA DE VEÍCULOS
58	FIDC INDUSTRIA
59	FIDC MULTISSETORIAL EXICON I
60	FIDC MULTISSETORIAL MASTER II
61	FIDC MULTISSETORIAL SILVERADO MAXIMUM
62	FIDC MULTISSETORIAL VALECREDP LP
63	FIDC MULTISSETORIAL VALE
64	FIDC OMNI VEÍCULOS VI
65	FIDC TRADEMAX PETROQUIMICO
66	FOR-TE FIDC
67	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS - CADEIAS PRODUTIVAS MINAS GERAIS
68	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS - CDC FINANCIAMENTO DE VEÍCULOS BANIF
69	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS BARIGUI CRÉDITO CONSIGNADO
70	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS BRASIL PLURAL FORNECEDORES PETROBRAS
71	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS BRAZIL PLUS - MULTISEGMENTOS
72	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS CRÉDITO PRIVADO MULTISSETORIAL
73	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS EMPÍRICA GOAL ONE
74	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS EMPÍRICA SIFRA PREMIUM
75	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS EMPÍRICA SIFRA STAR
76	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS FICSA PREMIUM VEÍCULOS 1
77	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS GLOBAL MARKETS

78	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS INTERBANK - MULTISEGMENTOS
79	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS LEGO LP
80	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MERCANTIL CRÉDITO CONSIGNADO INSS
81	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MIT
82	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTILOJA
83	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL ASIA LP
84	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL DANIELE LP
85	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL EMPRESARIAL LP
86	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL ESHER LP
87	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL LEGO II
88	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL MASTER
89	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL MASTER III
90	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL ODYSSEY CREDITÓRIO LP
91	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL PROSPECTA LP
92	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL RADICE LP
93	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL SILVERADO MAXIMUM II
94	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL SM LP
95	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL VIAINVEST
96	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL VALOR
97	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS OMNI VEÍCULOS - VII
98	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS POLICARD - MEIOS ELETRONICOS DE PAGAMENTO
99	FUNDO DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS DA INDÚSTRIA EXODUS INSTITUCIONAL
100	FUNDO DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL HOPE LP
101	G&G FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL
102	GFM FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTICRÉDITO
103	GLOBAL RETAIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL
104	GP - FIDC FCVS 2
105	GP AETATIS II FIDC IMOBILIARIOS
106	GP FIDC FCVS
107	GRANCRE SP FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL
108	GWM FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL
109	HDGL FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL
110	INCENTIVO FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISECTORIAL II

111	JPP EMPRESAS FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTICARTEIRA
112	LECCA FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
113	LEME MULTISSETORIAL IPCA - FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
114	LIBRA FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
115	LIVRE FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
116	MARIN FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL LP
117	MARTINS FIDC
118	MAX - FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
119	MEGATRUST FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
120	MICROFINANCAS FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS ABERTO
121	MINERVA FIDC - CRÉDITO MERCANTIL
122	MOKA FUND I FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
123	MULTI ASSET FIDC MULTISSETORIAL
124	MULTI RECEBIVEIS II FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
125	MULTICREDIT FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
126	MULTICRÉDITO I FIDC
127	MULTIPLA FIDC MULTISSETORIAL
128	OURINVEST FIDC FINANCEIROS - SUPPLIERCARD
129	OURINVEST FIDC VEÍCULOS II
130	PÁTRIA CREDIT FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
131	PLATINUM FIDC MULTISSETORIAL
132	POLICARD II FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
133	POLO CRÉDITO CONSIGNADO FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS I
134	QUATA FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
135	RDG FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL LP
136	RED - FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL LP
137	RENDMAX FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
138	RNX FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL LP
139	ROYAL BANK FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
140	SALUS - FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL LP
141	SCE FIDC
142	SIM FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL LP
143	SL FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL
144	SP RECEBIVEIS FIDC MULTISSETORIAL LP
145	SUL INVEST FIDC - MULTISSETORIAL
146	TARGET FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS- MULTICREDITO

147	VINCI CRÉDITO E DESENVOLVIMENTO I - FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
148	VISAO MULTIMERCADO FIDC