

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC  
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**RODOLFO MAGGIONI**

**ADMINISTRAÇÃO DE RISCOS NA ESTRUTURAÇÃO DE CÉDULAS DE CRÉDITO  
BANCÁRIO**

**FLORIANÓPOLIS  
2009**

**RODOLFO MAGGIONI**

**ADMINISTRAÇÃO DE RISCOS NA ESTRUTURAÇÃO DE CÉDULAS DE  
CRÉDITO BANCÁRIO**

Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharelado.

**Orientador:** Prof. Dr. Roberto Meurer.

FLORIANÓPOLIS, 2009.

**RODOLFO MAGGIONI**

A banca examinadora resolveu atribuir a nota oito ao aluno Rodolfo Maggioni na disciplina CNM 5420 – Monografia, do curso de Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, pela apresentação deste trabalho.

Florianópolis, novembro de 2009.

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Roberto Meurer  
Presidente

---

Prof. Dr. Eraldo Sérgio Barbosa da Silva  
Membro

---

Renata Siebert de Moraes Lawson  
Membro

Dedico este trabalho aos meus pais, que sempre me apoiaram nas mais diversas horas e fizeram de tudo para que eu estivesse aqui hoje. Se hoje posso dedicar este trabalho, só pode ser para vocês.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a todas as pessoas que de alguma maneira, ao longo destes quatro, contribuíram para que esse trabalho fosse realizado. Agradeço primeiramente, como não poderia deixar de ser, à minha família, que mesmo longe sempre me apoiaram em todas as minhas decisões.

Aos professores e colaboradores do Centro de Ciências Econômicas, por todo o conhecimento e dedicação repassados durante esses anos. Em especial aos professores Dr. Celso Leonardo Weydmann, Dr. Fernando Seabra, Dr. Ricardo José Araújo de Oliveira e Dr. Roberto Meurer, por serem, além de professores, exemplos de competência.

À minha querida chefe, Renata Siebert de Moraes Lawson, pelo conhecimento repassado, além do carinho e “paciência” despendidos ao longo dos últimos nove meses.

Aos amigos e colegas da faculdade, pelos bons momentos de convívio, em especial ao Fernando, Diogo, Ricardo e Marcela, mais que colegas, amigos pra vida inteira.

E por último, mas não menos importante, aos demais amigos, que mesmo longe sempre estiveram do meu lado, tanto nos bons quanto nos maus momentos, mais que amigos, irmãos. Destaco os dois Lucas e o Thobias.

“Só sabemos com exatidão quando sabemos pouco; à medida que vamos adquirindo conhecimentos, instala-se a dúvida.” (JOHANN GOETHE)

## RESUMO

MAGGIONI, Rodolfo. **Administração de Riscos na Estruturação de Cédulas de Crédito Bancário**. Monografia – Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009.

As evoluções do sistema financeiro, juntamente com os progressos tecnológicos, têm proporcionado aos atores deste mercado a criação de novos produtos financeiros, principalmente no que tange os financiamentos e empréstimos para pessoas físicas e jurídicas. E um destes é a Cédula de Crédito Bancário – CCB – sendo um este título privado que cada vez mais tem ganhado espaço neste mercado tão cheio de opções. Isto graças a algumas características que o diferenciam dos demais títulos, como por exemplo, ser considerado um título executivo extrajudicial, o que o faz não ser entendido como um valor mobiliário, e conseqüentemente não ser normatizado pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), diminuindo os custos de emissão deste título. A amplitude da CCB também é uma qualidade, visto as mais variadas formas que esta pode ser estruturada, e com os mais diversos fins. Entretanto, muitas vezes, dependendo do emissor e do tempo de vigência da CCB, a estruturação deste título é de fundamental importância e carece muito estudo e cuidados na elaboração das garantias, devido principalmente aos vários riscos intrínsecos à CCB que podem representar ao investidor. Esta monografia busca assim esclarecer os procedimentos para emissão de uma CCB e a estruturação de suas garantias, como forma de minimizar os riscos para o investidor, concluindo que é possível estruturar uma CCB segura para os investidores.

**Palavras-chave:** CCB. Estruturação. Riscos. Garantias.

## ABSTRACT

Developments in the financial system, together with advances in technology have brought to these market actors to create new financial products, mainly related to the grants and loans to individuals and companies. And one of these is the Cédula de Crédito Bancário - CCB - this being a privately that increasingly has gained ground in this market so full of options. This was due to some characteristics that differentiate it from other titles, for example, be considered an enforcement court order, which makes it not be understood as a security and therefore will not be normalized by the CVM, lowering the costs of issuance of this title. The extent of CCB is also a quality, since many different ways that this can be structured, and with very different purposes. However, many times, depending on the sender and the lifetime of the CCB, the structuring of this title is extremely important and requires much study and care in the preparation of securities, mainly due to various risks intrinsic to CCB that can represent the investor. This monograph seeks to clarify some of the procedures for issuance of a CCB and the structuring of their guarantees as a way to minimize risk to the investor, concluding that it is indeed possible to structure a CCB safe for investors.

**Keywords:** CCB. Structuring. Risks. Guarantees.



## LISTA DE FIGURAS

<b>Figura 1:</b> Perfil de risco versus retorno.....	41
<b>Figura 2:</b> Tipos de risco.....	42
<b>Figura 3:</b> Fluxo de geração de títulos.....	59
<b>Figura 4:</b> Processo de análise <i>ratings</i> .....	60
<b>Figura 5:</b> Fatores de risco para <i>ratings</i> corporativos.....	62
<b>Figura 6:</b> Passo a passo de operações estruturadas de CCB.....	66
<b>Figura 7:</b> Estrutura de emissão de uma CCB.....	68
<b>Figura 8:</b> Fluxo de uma CCB com garantias.....	74

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1:</b> Evolução das negociações definitivas de CCB.....	36
<b>Gráfico 2:</b> Comparação do volume de negociações definitivas – CCBs e Debêntures.....	37

## LISTA DE QUADROS

<b>Quadro 1:</b> Funções do Banco Central do Brasil.....	24
<b>Quadro 2:</b> Agentes do subsistema operativo.....	27
<b>Quadro 3:</b> Principais títulos de crédito privado.....	30
<b>Quadro 4:</b> Algumas características e vantagens da CCB para as instituições financeiras.....	35
<b>Quadro 5:</b> Risco do empreendimento.....	46
<b>Quadro 6:</b> Risco do negócio.....	46
<b>Quadro 7:</b> Instrumentos de gestão de riscos nos últimos anos.....	48
<b>Quadro 8:</b> Técnicas de administração de risco.....	49
<b>Quadro 9:</b> Classificação das garantias.....	51
<b>Quadro 10:</b> Critérios para classificação de risco das empresas.....	63
<b>Quadro 11:</b> <i>Ratings</i> das obrigações.....	64
<b>Quadro 12:</b> Agentes na CCB.....	67
<b>Quadro 13:</b> Legenda do diagrama.....	68

# SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	12
1.1 TEMA E PROBLEMA.....	13
1.2 OBJETIVOS.....	14
<b>1.2.1 Objetivo Geral.....</b>	14
<b>1.2.2 Objetivos Específicos.....</b>	14
1.3 JUSTIFICATIVA.....	14
1.4 METODOLOGIA.....	15
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	16
<b>2 O SISTEMA FINANCEIRO E A CCB.....</b>	18
2.1 O SISTEMA FINANCEIRO.....	18
<b>2.1.1 Desintermediação Financeira.....</b>	20
<b>2.1.2 Custos de transação.....</b>	21
<b>2.1.3 Informação assimétrica.. ..</b>	21
2.2 O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	22
<b>2.2.1 Subsistema Normativo.....</b>	22
<b>2.2.2 Subsistema Operativo.....</b>	25
2.3 O CRÉDITO.....	28
<b>2.3.1 Títulos de crédito.....</b>	29
2.3.1.1 Títulos de Crédito Privado.....	30
2.3.1.2 Principais Títulos de Crédito Privado.....	32
2.4 A CÉDULA DE CRÉDITO BANCÁRIO.....	34
2.4.1 Certificado de cédula de crédito bancário.....	39
<b>3 RISCOS E GARANTIAS.....</b>	40
3.1 RISCO.....	40
3.2 ADMINISTRAÇÃO DE RISCO.....	47
<b>3.2.1 Garantias.....</b>	50
3.2.1.1 Classificação das garantias.....	50
3.2.1.1.1 <i>Garantias Fidejussórias</i> .....	51
3.2.1.1.2 <i>Garantias Reais</i> .....	52
<b>3.2.2 Garantias Acessórias (Covenants).....</b>	54
3.2.2.1 Classificação dos <i>Covenants</i> .....	56
<b>3.2.3 Ratings.....</b>	58
<b>4 A ESTRUTURAÇÃO DA CCB.....</b>	65
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	76
<b>5.1 RECOMENDAÇÕES PARA FUTUROS TRABALHOS.....</b>	78
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	79

# 1 INTRODUÇÃO

Com o crescente processo de globalização, os diferentes setores devem cada vez mais se adequar às exigências que a entrada deste mercado global traz consigo, inclusive no mercado financeiro. Esta competitividade internacional exige que estes setores, como o financeiro, estejam sempre em constante evolução, buscando ininterruptamente maior produtividade, ou mesmo maior rentabilidade.

O sistema financeiro global tem sido, nas últimas décadas, alvo de constantes inovações e sofrido várias modificações e sofisticacões ao longo deste período.

Os agentes financeiros, percebendo esta mudança, buscaram evoluir também seus sistemas e produtos, a fim de buscar novas soluções que suprissem as necessidades do mercado tomador de recursos, ao mesmo tempo em que agradassem aos investidores. Entre os títulos de crédito privado, a CCB – Cédula de Crédito Bancário, é uma dessas inovações. A CCB é um título privado executivo extrajudicial, ou seja, representa uma dívida certa, líquida e exigível sem necessidade do aval de um juiz.

Entretanto, como já é sabido, a crise financeira do *sub-prime* trouxe à tona várias questões que antes não eram vistas como relevantes pelo mercado, ou pelo menos não eram tão amplamente discutidas. Por exemplo, como proteger melhor os seus investimentos em crédito privado e qual a melhor forma de minimizar o risco destas operações a médio e longo prazo, frente aos eventuais riscos que estas operações apresentem.

Assim, o cuidado com a estruturação destas operações, e a administração dos riscos que as envolvem tornaram-se cada vez mais importantes, a fim de buscar minimizar os riscos inerentes a esses títulos.

Nesse contexto, o presente estudo indica a seguinte pergunta de pesquisa: “Como pode um investimento em títulos de créditos privados como as CCBs ter uma estruturação baseada na administração de riscos capaz de minimizar o risco para os investidores?”

## 1.1 TEMA E PROBLEMA

O tema da presente monografia é basicamente a administração de riscos e estruturação de garantias em operações de títulos privados, em especial a CCB.

Assim, este trabalho consiste em fazer uma reflexão sobre até que ponto as operações estruturadas de títulos crédito privado como as CCBs podem ter uma administração e estruturação de risco capazes de minimizar esses riscos que tanto preocupam os investidores.

Por este assunto ser recente no Brasil e ao mesmo tempo de cunho técnico bastante elevado, a bibliografia disponível é muito limitada. Sobre títulos privados, muito se encontra sobre o assunto, porém o foco dos estudos é sempre sobre a parte jurídica dos mesmos. Entretanto, quando se procura sobre os aspectos econômicos e financeiros destes mesmos títulos privados, principalmente da CCB, pouco ou nada se encontra.

A CCB, por ser um título novo no mercado financeiro, também ainda não foi tema de muitos estudos na área. Há, inclusive, dificuldade na obtenção de dados que quantifiquem esse mercado de títulos privados, e principalmente da CCB, onde nem mesmo o órgão registrador destes títulos (CETIP - Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos) disponibiliza tais informações.

As garantias, por exemplo, são também pouco discutidas quando analisadas sobre os aspectos econômicos. Sobre os *covenants* (garantias acessórias), por exemplo, pouco ou nada se encontra, mesmo sabendo de sua importância na estruturação de títulos, principalmente privados.

O problema central visa assim esclarecer e demonstrar, através das referências pesquisadas, os principais riscos em operações estruturadas de CCBs, e quais as formas legais de minimizá-los.

Alguns destes pontos serão esclarecidos com maior ênfase, buscando sempre ressaltar os principais pontos e os recursos que os responsáveis pela estruturação destes títulos têm para garantir maior segurança aos investidores.

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Objetivo Geral

O presente estudo tem como objetivo geral identificar os principais riscos que podem interferir na boa liquidação de uma Cédula de Crédito Bancário, e assim levantar, do ponto de vista do estruturador, as melhores formas de administrar e mitigar estes riscos, via estruturação de um pacote de garantias.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos são quatro:

- Contextualizar o mercado onde os títulos de crédito privado estão inseridos;
- Explanar sobre a Cédula de Crédito Bancário;
- Levantar os principais riscos inerentes nessas operações;
- Ressaltar quais as formas de minimizar estes riscos.

## 1.3 JUSTIFICATIVA

Após a crise do *sub-prime* todos os investidores acabaram ficando mais receosos em relação aos investimentos em títulos privado pelas grandes perdas advindas desse tipo de papéis. Como o mercado estava bastante aquecido, os investidores não se preocupavam

realmente com o tamanho do risco que estes papéis representavam, ou nem mesmo sabiam que estes riscos existiam.

Assim, esta monografia é bastante apropriada, buscando levantar os principais tipos de risco que pairam sobre estas operações, e ainda identificar quais as melhores formas de minimizá-los.

O presente trabalho também se justifica em função do mesmo poder ser utilizado por futuros acadêmicos de Ciências Econômicas, tendo em vista que ainda são poucos os trabalhos que abordam a gestão de risco em operações estruturadas, tais como as CCBs.

Mais ainda, muito se lê sobre Cédulas de Crédito Bancário no âmbito jurídico, suas formas e classificações, entretanto, quanto aos aspectos econômico-financeiros, é muito difícil encontrar comentários e/ou análises. Assim, este trabalho busca também agregar ao estudo das CCBs um ponto de vista pouco difundido no mercado.

## 1.4 METODOLOGIA

Nessa seção pretende-se apresentar os aspectos metodológicos para o desenvolvimento da pesquisa.

Primeiramente, deve-se buscar entender o que realmente é uma pesquisa. Esta é definida por Gil (2002, p. 29) como sendo “um procedimento racional e sistemático que tem como objetivo proporcionar respostas aos problemas que são propostos”. O mesmo ainda completa afirmando que a pesquisa desenvolve-se ao longo de um processo que envolve inúmeras fases, desde a adequada formulação do problema até a satisfatória apresentação dos resultados.

Pode-se assegurar que a presente pesquisa será de cunho aplicado, pois busca gerar conhecimentos que visam a solução de problemas práticos. (SANTOS, 2005).



Quanto à forma de abordagem do problema, será utilizada a pesquisa qualitativa, o que faz com que as informações tendam a apresentar características próprias, podendo o resultado não se repetir caso haja outra pesquisa de novos pesquisadores sobre o assunto.

Os objetivos do trabalho foram tratados de forma exploratória e descritiva. A pesquisa exploratória para Andrade (1998, p. 104):

“[...] é o primeiro passo de todo trabalho científico. São finalidades de uma pesquisa sobretudo quando bibliográfica, proporcionar maiores informações sobre determinado assunto; facilitar a delimitação de um tema de trabalho; definir os objetivos ou formular as hipóteses de uma pesquisa ou descobrir novo tipo de enfoque para o trabalho que se tem em mente.”

Já a descritiva é citada pelo mesmo autor como sendo a pesquisa em que os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem que o pesquisador interfira neles.

No que tange os procedimentos utilizados, ou como é descrito por Andrade (1998) como a maneira pela qual se obtêm os dados necessários, trata-se de um estudo de caso, definido por Gil (2002) como um estudo profundo e exaustivo de um ou poucos objetos, de maneira que permita seu amplo e detalhado conhecimento.

Como procedimento de coleta de dados, será utilizada a pesquisa bibliográfica. Bibliográfica, pois é produzida a partir de material já publicado, principalmente em livros e artigos científicos. A principal vantagem da utilização deste para Gil (2002, p. 49) “reside no fato de permitir ao investigador a cobertura de uma gama de fenômenos muito mais ampla do que aquela que poderia pesquisar diretamente”. Além disso, visto a dificuldade de encontrar livros que tratam do assunto, a pesquisa se estenderá também para a internet, visto a vasta gama de informações contida na rede.

## 1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

No primeiro capítulo, busca-se introduzir o tema objeto de estudo, citando os objetivos e as principais dificuldades encontradas durante a elaboração deste. Além disso, também foi ressaltada a metodologia empregada durante todo o trabalho.

Já no segundo capítulo, busca-se contextualizar o mercado em que os títulos de crédito privado estão inseridos, dando maior ênfase à CCB, objeto de análise deste trabalho.

O terceiro capítulo levanta os principais tipos de risco que seriam inerentes em um título privado como a CCB, para logo após explicar sobre a administração de risco e algumas formas de garantias usuais e acessórias que podem ser usadas nos contratos de CCB. Ainda, os *ratings* recebem atenção especial por sua importância dentro do mercado de comercialização destes títulos.

O quarto capítulo é o responsável pela união dos dois capítulos anteriores, onde se busca, principalmente para “operações estruturadas” de CCB, ressaltar quais os principais cuidados que o estruturador deste título deve tomar na administração desses riscos, como forma de mitigar estes riscos e fazer com que o título se torne mais seguro para o investidor.

Assim, por último, no quinto capítulo conclui-se que, sendo os objetivos específicos alcançados, e consequentemente o objetivo geral, pode-se assim responder o presente problema de pesquisa.

## 2 O SISTEMA FINANCEIRO E A CCB

Este capítulo tem o intuito de explicar brevemente o sistema financeiro nacional e como este está inserido em um sistema financeiro maior. Este estudo nos leva a buscar entender um pouco mais sobre o que vem a ser o crédito que praticamente move este sistema. Assim, dentro destas formas de obtenção de crédito, encontramos os títulos de crédito, elemento este que tem ganhado cada vez mais importância frente ao mercado por diversos motivos aqui explorados.

Nestes títulos, destaca-se a CCB, um título com uma amplitude maior que os demais e características que o distinguem e o tornam cada vez mais atrativos, tanto para os tomadores de empréstimos quanto para os credores/investidores.

### 2.1 O SISTEMA FINANCEIRO

Quando se fala em Sistema Financeiro, nos referimos ao complexo de mercados financeiros, “as inter-relações entre eles e os regulamentos e regras de intervenção do poder público na organização e supervisão das operações”. (CARVALHO *et al*, 2000, p. 249)

“Os mercados financeiros desempenham a função econômica essencial de canalizar fundos de pessoas que pouparam fundos em excesso por gastarem menos que sua receita, para pessoas que tem escassez de fundos porque desejam gastar mais do que sua receita.” (MISHKIN, 2000, p.14)

Os sistemas financeiros, de acordo com Carvalho *et al* (2000), têm por principal objetivo satisfazer as seguintes necessidades: suprir a demanda por recursos dos agentes deficitários canalizando o recurso dos superavitários para este fim, ou seja, encaminhar os recursos poupados por parte dos agentes econômicos, para aqueles que possuem uma demanda por estes recursos; permitir que o sistema de pagamentos da economia funcione, pois este organiza e dá funcionalidade ao mesmo; satisfazer a demanda de acumulação de

riqueza dos agentes superavitários por meio da criação de ativos de acordo com o perfil e o volume demandado.

No sistema financeiro há dois tipos de financiamento, sendo o direto e o indireto. De acordo com Mishkin (2000, p.14), o financiamento direto, é onde “os tomadores pedem fundos diretamente dos emprestadores em mercados financeiros vendendo títulos para eles (também chamados instrumentos financeiros), que são direitos sobre as receitas futuras ou ativos futuros do tomador.”

Já o financiamento indireto ocorre quando os poupadores não possuem uma relação direta com os tomadores, mas sim com os intermediários financeiros. Algumas vantagens neste processo podem ser ressaltadas, entre as quais as que os custos de transação que são menores. Outra vantagem do financiamento indireto é a redução da assimetria de informação, já que as informações que o tomador do empréstimo tem são muito maiores que as do emprestador, e quando há uma instituição financeira intermediando, estes riscos são minimizados, pois esta dispõe de meios de verificação a qualidade financeira do tomador de crédito. (HILLBRECHT, 1999)

Ainda, há outra classificação para os financiamentos, o *finance* e o *funding*. “Por *finance* se entende o adiantamento, por parte do sistema bancário, de crédito de curto prazo ao investidor para que este possa dispor de suficientes recursos monetários para por em funcionamento o seu projeto”. De modo que à medida que o investidor vai obtendo receitas, vai também amortizando a sua dívida e os bancos podem realizar novos projetos de investimento. Diz-se que o *finance* é obtido a partir de um fundo rotatório de recursos “criados pelo sistema bancário e que não tem sua origem em poupança”. Já o *funding* é entendido como “a mobilização de recursos financeiros que precisam ficar à disposição dos investidores produtivos por um prazo mais longo, e que, portanto, procedem da canalização de poupança, isto é, renda acumulada cujo poder de consumo é diferido no tempo”. (BAER, 1999, p.25)

Por ser a produção de serviços financeiros fundamentalmente baseada na produção de contratos, algo relativamente sem complexidade tecnológica, quando comparado ao setor produtivo, se faz-se necessária uma outra maneira de imposição de uma forma eficiente de produção, não por via tecnologia. Para isto, existem instituições e normas específicas, que regulam e controlam a atividade dentro do Sistema Financeiro. Desta maneira, a

regulamentação e as limitações do Sistema Financeiro variam de acordo com o país. (Carvalho *et al* 2000) Entretanto, com o avanço da globalização, inclusive no sistema financeiro, cada vez mais as redes financeiras dos mais diversos países estão de certa forma interligadas, ou seja, fatos positivos ou negativos que venham a ocorrer em determinado país muito provavelmente trarão conseqüências para os demais, de forma mais ou menos intensa, mas a verdade é que poucos países não sofreriam de alguma maneira estas conseqüências. Este fato pôde ser comprovado com a crise do *sub-prime*, que mesmo que as causas da crise estivessem basicamente nos EUA, as conseqüências foram sentidas em todo o globo. Assim, a disseminação das práticas financeiras também são impressionantes, pois o lançamento de um novo produto financeiro bem sucedido é rapidamente incorporado pelos demais agentes do mercado.

No sistema financeiro, a desintermediação financeira tem sido uma das formas de fazer com que os custos das operações de empréstimo diminuam. Isto dá principalmente pelo que chamamos de diminuição dos custos de transação. Entretanto, muitas vezes estes custos de transação são menores em intermediários financeiros, principalmente por terem conhecimentos e métodos de mitigação das informações assimétricas. Vale explicar um pouco melhor estes pontos tão importantes que tem influenciado muito as novas práticas financeiras.

### **2.1.1 Desintermediação Financeira**

A desintermediação financeira acontece quando as operações são realizadas sem um intermediário, “banco ou outro agente financeiro. Ao contrário da intermediação financeira, onde as operações tem um intermediário, e este “interpõe-se entre o último aplicador e último tomador”. Estas operações também são chamadas de financiamento indireto. Segundo a definição do FMI – Fundo Monetário Internacional (1986, p. 6) *apud* Lima (1997, p. 34) “as operações de crédito direto existem quando ‘um aplicador detém um ativo negociado diretamente com um tomador’, o que significa, portanto, operações de crédito através de títulos ou ações”.

## **2.1.2 Custos de Transação**

Os custos de transação são basicamente o tempo e o dinheiro gastos na realização das transações financeiras. Os intermediários financeiros têm vantagens em relação ao prestador direto, visto que estes já desenvolveram conhecimento no assunto e ainda porque o tamanho das operações permitem com que elas ganhem vantagens das economias de escala. Ainda, os baixos custos praticados pelos intermediários financeiros significam também que eles conseguem fornecer aos seus clientes serviços de maior liquidez, tornando mais fácil para os clientes realizarem suas transações. (MISHKIN, 2000)

## **2.1.3 Informação Assimétrica**

A informação assimétrica caracteriza-se quando uma parte freqüentemente não sabe o suficiente sobre a outra parte para tomar decisões precisas. Esta falta de informação cria problemas no sistema financeiro em duas frentes: antes de a transação ser fechada e depois.

Quando o problema é criado pela informação assimétrica antes que a transação ocorra, este fato é denominado seleção adversa. Esta “ocorre quando os tomadores potenciais, que são os mais prováveis de produzir um resultado indesejável (adverso) – os maus riscos de crédito – são aqueles que mais ativamente buscam um empréstimo e portanto são os mais prováveis de serem selecionados.” (MISHKIN, 2000, p.23)

Já quando o problema é criado após a transação, este é denominado risco moral. Este é o “risco de que o tomador se comprometa com atividades que sejam indesejáveis (imorais) do ponto de vista do prestador porque elas diminuem a probabilidade de que o empréstimo seja pago.” (MISHKIN, 2000, p.24)

## 2.2 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Até 1964, o sistema financeiro nacional –SFN- carecia de uma estruturação racional adequada às necessidades e carências da sociedade. A partir de então, foi editada uma série de leis que possibilitou esse reordenamento, iniciando pela lei da correção monetária (nº 4.357/64), chegando até a Reforma do Sistema Financeiro Nacional (nº 4.595/64), lei esta onde foram criados o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BCB) e onde foram estabelecidas as normas operacionais, rotinas de funcionamento e procedimentos de qualificação aos quais as entidades do sistema financeiro deveriam se subordinar. Outra mudança importe no contexto financeiro, ocorreu com a lei que criou a Comissão de Valores mobiliários – CVM, transferindo do BCB a responsabilidade pela regulamentação e fiscalização das atividades do mercado de valores mobiliários. (FORTUNA, 2008)

Dentro desta linha de abordagem, no que toca às instituições financeiras, a Lei de Reforma Bancária (nº 4.595/1964), em seu Art. 17, caracteriza-as com mais exatidão: “Consideram-se Instituições Financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas e privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, a intermediação ou a aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.” E complementa em seu parágrafo único: “Para os efeitos desta Lei e da legislação em vigor equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.”

Para melhor entendimento, o Sistema Financeiro Nacional pode ser dividido em dois subsistemas. O primeiro é o subsistema Normativo, e o segundo é o subsistema de intermediação, também conhecido como subsistema operativo.

### 2.4.1 Subsistema Normativo

O subsistema normativo é responsável basicamente pelo funcionamento do mercado financeiro e de suas instituições, fiscalizando e regulamentando suas atividades.

Fazem parte do sistema normativo, conforme Ribeiro e Mendes (2006) as seguintes instituições:

- Conselho Monetário Nacional (CMN)
- Banco Central do Brasil (BCB)
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM)
- Superintendência de Seguros Privados (Susep)
- Secretaria de Previdência Complementar

Aqui, para fins de entendimento, destacam as três principais instituições do sistema normativo, bem como suas atribuições:

a) Conselho Monetário Nacional: é responsável pela fixação das diretrizes das políticas monetária, creditícia e cambial do país. Pelo envolvimento dessas políticas no cenário econômico nacional, o CNM acaba se transformando num conselho de política econômica.

Sendo a entidade superior do sistema financeiro, Fortuna (2008, p.19) cita suas competências:

- adaptar o volume dos meios de pagamento as reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento
- regular o valor interno da moeda, prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa;
- regular o valor externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos do país;
- orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras públicas ou privadas, de forma a garantir condições favoráveis ao desenvolvimento equilibrado da economia nacional;
- propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, de forma a tornar mais eficiente o sistema de pagamento e mobilização de recursos;



- zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras;
- coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública interna e externa; e
- estabelecer a meta de inflação.

b) Banco Central do Brasil: é a entidade criada para atuar como órgão executivo central do sistema financeiro, cabendo-lhe a responsabilidade de cumprir as disposições que regulam o funcionamento do sistema e as normas expedidas pelo CNM.

Assim, o BCB acumula varias funções, tais quais:

Banco dos Bancos	- Depósitos compulsórios - Redescontos de liquidez
Gestor do sistema financeiro Nacional	- Normas/ Autorizações/Fiscalização/ Intervenção
Executor da política monetária	- Determinação da taxa Selic - Controle dos meios de pagamento (liquidez do mercado) - Orçamento Monetário/ Instrumentos da política monetária
Banco emissor	- Emissão do meio circulante - Saneamento do meio circulante
Banqueiro do governo	-Financiamento ao Tesouro Nacional (via emissão de títulos públicos) -Administração das dívidas públicas interna e externa -Gestor e fiel depositário das reservas internacionais do país -Representante junto às instituições financeiras internacionais do Sistema Financeiro Nacional
Centralizador do fluxo cambial	- Normas/Autorizações/Registros/ Fiscalização/ Intervenção

**Quadro 1:** Funções do Banco Central do Brasil

Fonte: Fortuna (2008, p.21)

Pode-se dizer assim que é por meio do BC que o Estado intervém diretamente no sistema financeiro, e ainda, indiretamente, na economia.

c) Comissão de Valores Mobiliários:

A CVM é um órgão normativo do sistema financeiro, por ser especificamente voltado para o desenvolvimento, a disciplina e a fiscalização do mercado de valores mobiliários não emitidos pelo sistema Financeiro e pelo Tesouro Nacional. (FORTUNA, 2008, p.22)

Como principais atividades, Fortuna (2008, p.23) relaciona-as como a seguir:

- emissão e distribuição de valores mobiliários de mercado;
- negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- organização, funcionamento e operações das Bolsas de Valores;
- organização, funcionamento e operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
- administração de carteiras e custódia de valores mobiliários;
- auditoria das companhias abertas; e
- serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

## **2.4.2 O Subsistema Operativo**

O subsistema de intermediação é constituído basicamente pelas instituições financeiras e instituições auxiliares. De acordo com Ribeiro e Mendes (2006), este sistema é conhecido como sistema de intermediação, pois as instituições, ao executarem as determinações dos órgãos de regulação e fiscalização do SFN, realizam intermediação financeira. Ou seja, são responsáveis pela canalização dos recursos dos poupadores de recursos para os tomadores destes.

Como forma de classificação deste subsistema, cada autor utiliza critérios um pouco distintos para isto. Assim, resta-nos compreender quais as subdivisões e suas características, a fim de compreender os agentes responsáveis pelo crédito no Brasil.

Uma classificação destes intermediários financeiros é apresentada por Assaf Neto (2008), na qual ele subdivide os intermediários financeiros em cinco grupos, sendo estes:

- a) Bancos comerciais/múltiplos: estas são instituições que acolhem de maneira bastante vasta, a demanda de recursos por partes dos tomadores de recursos, e também as expectativas

do poupadores e investidores. A principal característica dos bancos é a capacidade que este tem de interferir nos meios de pagamento da economia, pela criação de moeda escritural.

Os bancos múltiplos são ainda mais abrangentes que os bancos comerciais, atuando em crédito imobiliário, crédito direto ao consumir e até operações de financiamento de longo prazo, estas típicas de bancos de investimento.

b) Bancos de Investimentos: estas instituições atuam mais a longo prazo, oferecendo intermediação financeira às empresas no levantamento de recursos para suprir as necessidades tanto de capital de giro quanto fixo. Costumam também fazer operações de maior escala, como a intermediação na colocação de títulos de dívidas emitidos por empresas, como as CCBs, por exemplo. (ASSAF NETO, 2008)

c) Sociedade de arrendamento mercantil: visam a realização de *leasing* de bens destinados ao uso de empresas arrendatárias por um período geralmente próximo ao da vida útil do bem. Estas empresas lastreiam suas operações basicamente por meio de recursos próprios, como títulos que tem como cobertura o patrimônio da própria empresa que o emitiu.

d) Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento (SCFI): estas instituições também são conhecidas no mercado como financeiras, e estão voltadas principalmente ao financiamento de bens duráveis para pessoas físicas, por meio, principalmente, de crédito direto ao consumidor. Como fonte de recursos, estas instituições costumam colocar letras de cambio no mercado, emitidas pelo mutuário do financiamento.

e) Associações de Poupança e Empréstimos (APEs): estas instituições atuam no financiamento imobiliário. “Constituem-se, obrigatoriamente, sob a forma de sociedade civis, restritas a determinadas regiões, sendo de propriedade comum de seus associados.” (FORTUNA, 2009, p.36)

Pode-se entretanto, perceber que, muito mais que as subdivisões apresentadas por Assaf Neto (2008), existem muitos nichos financeiros, e para cada qual há uma forma de instituição responsável para atender estes segmentos. Ribeiro e Mendes (2006) divide estas instituições mais detalhadamente, conforme quadro a seguir.

<b>Agentes do subsistema Operativo</b>	
Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista	Bancos Múltiplos com carteira comercial Bancos Comerciais Caixas Econômicas Cooperativas de Crédito
Demais instituições financeiras	Bancos múltiplos sem carteira comercial Bancos de investimentos Bancos de desenvolvimento Sociedades de Crédito, financiamento e investimento Sociedades de crédito imobiliário Companhias hipotecárias Associações de poupança e empréstimo Agências de fomento Sociedade do microempreendedor
Auxiliares financeiros ou outros intermediários	Bolsa de mercadorias e futuros Bolsa de Valores Sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários Sociedades de arrendamento mercantil Sociedades corretoras de câmbio Agentes autônomos de investimento
Entidades ligadas aos sistemas de previdência e seguros	Entidades fechadas de previdência privada Entidades abertas de previdência privada Sociedades seguradoras Sociedades de capitalização Sociedades administradoras de seguro saúde
Administração de recursos de terceiros	Fundos mútuos Clubes de investimento Administradoras de consórcios
Sistema de liquidação e custódia	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) Central de custódia e liquidação financeira de título (Cetip)

**Quadro 2:** Agentes do Subsistema Operativo

Fonte: Ribeiro e Mendes (2006, p.16)

Assim, após compreender quais os principais agentes que permeiam o sistema financeiro nacional, resta então averiguar o que vem a ser a crédito em si, assunto este ligado a todos as agentes do sistema, e sempre fonte de estudos e discussão quanto aos seus princípios, o surgimento deste, e principalmente sua utilidade.

## 2.3 O CRÉDITO

A palavra crédito provém de *creditum* (*credere*), significando crença, confiança, sendo ainda *creditor*, o crente, o que tem fé.

A importância do crédito para o desenvolvimento da economia tem sido destacada unanimemente, tantos por economistas como por juristas, que vêem nele uma das variáveis responsáveis pelo crescimento das nações, em geral, e das empresas e suas operações, em particular.

Economicamente, o crédito implica dois elementos básicos, sendo estes a confiança e o tempo. A confiança pelo fato de que ao entregar um bem ao devedor, o credor deve confiar que o devedor o pague ou devolva, conforme o previsto anteriormente. Este ponto, entretanto, pode ser minimizado com a estruturação de garantias para os créditos, visto que muitas vezes os credores não conhecem seus devedores. O segundo ponto a ser ressaltado é o tempo, pois sempre há um período de tempo mediado entre a do bem e sua devolução e/ou pagamento, assim, o crédito pressupõe prazo. (BULGARELLI, 1996)

Em relação às acepções do crédito, Bulgarelli (1996) caracteriza três, que são: moral, econômica e jurídica. Moral, pelo próprio sentido da palavra, onde a moralidade de ser expressa em um negócio de crédito. A econômica, que pode ser entendida de duas formas, a primeira, unilateral, que entende o crédito pelo ponto de vista do usuário, como o uso e gozo de uma riqueza econômica, e a segunda, bilateral, que vê a troca de bens atuais por bens futuros. Há ainda a jurídica, que consiste nos direitos relacionados ao devedor e ao credor.

Conforme Bulgarelli (1996, p.23), “as operações de crédito passaram a ser efetuadas em massa, concentrando-se, basicamente, nos bancos e instituições financeiras que mantêm o monopólio de fato e de direito de captação, guarda e aplicação do dinheiro do público.” Completa ainda afirmando que as operações de crédito, que são extremamente variáveis e apresentam inúmeras modalidades, podem hoje ser resumidas em financiamentos, tanto para empresas quanto para o público em geral. “Portanto, do mútuo e da compra e venda a prazo decorrem da grande massa dos créditos, surgindo então os títulos de crédito como desdobramento desses contratos, assegurando o meio de fazer circular os créditos com rapidez e clareza.”

Como forma de captação de crédito, tanto de instituições públicas quanto privadas, a emissão de títulos de crédito está cada vez mais disseminada, já que a emissão destes muitas vezes faz com que se minimize a intermediação de bancos e instituições financeiras, ou pelo menos se reduza os custos da obtenção de crédito.

### **2.3.1 Títulos de Crédito**

De acordo com Bulgarelli (1996, p.57), “a criação ou emissão de um título de crédito gera obrigação, a bem dizer objetiva, desde que circule, isto é, seja transferido pelo beneficiário original.” Completa esta conceituação afirmando que é “como se o devedor, ao emitir o título, tivesse assumido uma dívida impessoal, obrigado a pagar a quem lhe apresentar o título, portanto sem titular determinado.”

Já Fortuna (2008, p. 183), de forma mais enfática, ressalta que “um título de crédito é um documento representativo de uma obrigação pecuniária”.

Para ser considerado um título de crédito, estes necessitam de alguns requisitos essenciais explicados por Bulgarelli (1996), sendo estes:

- a) Cartularidade: onde o documento torna-se necessário para as exigências do direito nele mencionadas, tornando-se legítima a cobrança pelo titular que o adquiriu regularmente.
- b) Literalidade: é a medida do direito contido no título, fazendo-se valer assim, o documento pelo que está contido nele, insuscetível de discussão, com valor, prazo etc.
- c) Autonomia: é onde o adquirente passa a ser titular de direito autônomo, independente da relação anterior entre os possuidores.

Os títulos de crédito podem ser classificados de várias formas, entretanto, para a finalidade do presente trabalho, nos interessa apenas uma, sendo esta a classificação de títulos quando ao emitente:

- a) Títulos públicos: emitidos por pessoa jurídica de direito público, voltados assim à arrecadação de renda junto a particulares. Ex: títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal.

b) Títulos privados: lançados por particulares, pessoa física ou jurídica.. Ex: letra de câmbio.

Seguindo os objetivos do presente trabalho, aqui serão esclarecidos apenas os títulos de crédito privado.

### 2.3.1.1 Títulos de Crédito Privado

Cada vez mais as empresas ou instituições privadas têm buscado novas formas de financiamento e busca de dinheiro, tanto para capital de giro, como para novos investimentos e expansão dos seus negócios. Assim, os títulos de crédito privado aparecem como uma excelente oportunidade de fonte de empréstimos.

Gitman (2002 p.474) caracteriza o título privado como sendo um “certificado indicando que uma empresa tomou emprestado certa quantia de dinheiro de uma instituição ou um investidor e promete reembolsá-la numa data futura, sob termos claramente definidos”.

A seguir, Toscano Junior (2004, p.29) lista as principais formas de títulos de crédito privado utilizados no Brasil:

Principais Títulos		
	Nome:	Emissor:
LH	Letras Hipotecárias	Instituições Financeiras
CCB	Cédula de Crédito Bancário	Instituições Financeiras
CPR	Cédula de Produto Rural	Produtores Rurais e Cooperativas
DI	Depósito Interbancário	Instituições Financeiras
NP	Notas Promissórias	Empresas
EN	Export Notes	Empresas
	Ações	Empresas
	Debêntures	Empresas ou Instituições Financeiras não bancárias

**Quadro 3:** Principais títulos de crédito privado.

Fonte: Toscano Junior (2004, p.29)

O autor ainda conceitua estes títulos privados, e cita que estes papéis são considerados títulos de dívida e não representam ao seu detentor ou investidor a participação acionária. Completa ainda salientando as diferenças e peculiaridades dos mesmos afirmando que dependendo do tipo de papel, os prazos e taxas são acertados entre as partes, onde cada tipo

(notas promissórias, debêntures, bônus etc.) possui características diferentes, de acordo com o objetivo de captação do emissor. (TOSCANO JUNIOR, 2004)

Estes títulos privados são, na grande maioria, firmados por contratos, a fim de garantir os direitos tanto do credor quanto do devedor. Sobre contratos, Gitman (2002 p.474) explica:

Um **contrato de título privado** é um documento legal, complexo e extenso que declara as condições sob as quais um título foi emitido. Especifica direitos dos possuidores de títulos e os devedores da emitente, Além de especificar os pagamentos de juros e principal e respectivas datas, contém várias cláusulas padronizadas e restritivas, exigências de fundo de amortização e cláusulas referentes a garantia (se o título for garantido).

Contratos de empréstimos de longo prazo resultantes de um empréstimo negociados a prazo, como muito dos títulos privados por exemplo, normalmente incluem certas cláusulas restritivas, que impõem certas restrições operacionais e financeiras para o tomador. Ainda, tanto o tomador e o credor devem concordar em definitivo sobre as cláusulas restritivas aceitáveis, pois a violação de quaisquer cláusulas padronizadas ou restritivas pelo tomador dá ao credor o direito de exigir o reembolso imediato dos juros acumulados e do principal do empréstimo. Este processo faz com que o credor geralmente avalie qualquer violação a fim de determinar se esta é séria demais para comprometer o empréstimo. Com base nessa avaliação, ele ainda poderá exigir o reembolso imediato dos juros acumulados e do principal do empréstimo, não levar em conta a violação e continuar o empréstimo, ou perdoar a violação, mas alterar os termos do contrato original. Estas cláusulas restritivas se mantêm em vigência durante toda a vida do contrato de financiamento. (GITMAN, 2002)

Estes tipos de títulos de dívida privada são todos controlados e regulamentados pela CETIP (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados), sendo que esta instituição é classificada por Toscano Junior (2004 p.29) como “um sistema onde são registradas, custodiadas e liquidadas financeiramente as operações com títulos e papéis privados, estaduais e municipais.”



### 2.3.1.2 Principais Títulos de Crédito Privado

Aqui, seguem os principais títulos de crédito privado entendidos por Toscano Júnior (2004):

a) Letras Hipotecárias: as Letras Hipotecárias são “títulos emitidos pelas instituições financeiras autorizadas a conceder créditos hipotecários com lastro em financiamentos habitacionais,” e completa, “mais especificamente as sociedades de crédito imobiliário, os bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário e a Caixa Econômica Federal.” (FORTUNA, 2008, p.180)

A garantia dessas operações é a caução de créditos hipotecários de que sejam titulares, garantidos por primeira hipoteca.

b) Cédula de Produto Rural: a CPR é, basicamente, uma venda a termo, ou seja, o produtor emite um título para comercializar seus produtos, recebendo o valor negociado de forma antecipada. Os bancos avalizam estas operações, podendo inclusive comercializar estes títulos com um investidor, como fundo de investimento, por exemplo. (FORTUNA, 2008)

c) Depósito Interbancário: o DI é um título de emissão das instituições financeiras que lastreia as operações do mercado interbancário, possibilita a transferência de recursos das instituições superavitárias, garantindo liquidez ao mercado.

d) Notas promissórias: é um instrumento de crédito representado por uma promessa incondicional por escrito entre dois agentes, assinada por aquele que se compromete a pagar em determinada data uma soma determinada de dinheiro ao primeiro, ou ao portador da nota promissória.

Completa ainda afirmando que no Brasil estes títulos são usados para superar os obstáculos impostos pelas autoridades monetárias à concessão de crédito pelos bancos ao setor privado da economia.

e) *Export Notes*: são títulos representativos de créditos em moeda estrangeira a serem recebidos futuramente, originados da venda de mercadorias ou serviços para o exterior.

A presença do contrato mercantil de compra e venda é fundamental para a legalidade da operação. O comprador pode ser qualquer investidor, instituição financeira ou não, sem que haja a necessidade de estar ligada ao comércio exterior. Já o vendedor necessariamente terá de ser um exportador. (CETIP, 2009)

A CETIP (2009) ainda completa esclarecendo que a “remuneração deste título, portanto, é dada pela variação cambial verificada no período da operação, acrescida ou reduzida da taxa de juros contratada.”

f) Ações: de acordo com Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p.46) “uma ação representa a menor parcela do capital social de uma empresa (sociedade anônima, sociedade por ações ou companhia)”. Ishikawa e Mellagi Filho (2000) definem ainda as ações como sendo títulos que representam frações do capital de uma empresa.

As ações são títulos de renda variável e normalmente não possuem prazo de resgate. São negociadas em mercados organizados, tais como as bolsas de Valores.

Ao obter uma ação o investidor se torna um dos proprietários da empresa, passando a obter o direito de participação nos resultados da mesma, e deve ser entendido como um sócio, e não como um credor da mesma.

g) Debêntures: são valores mobiliários de renda fixa, representativos de dívida de médio e longo prazos, que asseguram a seus detentores direito contra a companhia emissora, tendo como objetivo obter recursos para o financiamento do capital fixo ou de giro da empresa. Segundo Oliveira e Pacheco (2006) a palavra debênture vem do Latim *debere*, ou seja, “aquilo que se deve”.

De acordo com Cavalcante, Misumi e Rudge (2005) as debêntures estão entre os mais antigos tipos de investimentos do Brasil. Sendo que a lei que vigora até hoje que regula a comunhão de debenturistas é a mesma do tempo do império.

“As debêntures podem ser emitidas por sociedades por ações, de capital aberto ou fechado. Entretanto, para que sejam distribuídas publicamente, devem ser emitidas por companhias de capital aberto, com prévio registro na CVM” (CETIP, 2009)

## 2.4 CÉDULA DE CRÉDITO BANCÁRIO

A Cédula de Crédito Bancário (CCB) surgiu em 1999, por meio de medida provisória (nº 1925, de 14 de outubro de 1999), sendo esta reeditada mensalmente até 2004, a fim de não perder a medida de sua eficácia.

Para minimizar os custos de recuperação de inadimplência, o Governo instituiu a CCB, um instrumento de crédito de trâmite judicial simplificado.

Este título privado foi muito bem recebido pelo setor financeiro, já que o país estava recebendo instituições internacionais, dentre as quais bancos, e a CCB aparecia, conforme Abrão (2005, p.9), como “um documento hábil que mapeasse a operação e traduzisse sua liquidez pontual.” Entretanto, o autor enfatiza ainda que as medidas provisórias advindas antes do surgimento da lei de 2004 continham certos dispositivos genéricos que com certeza “não contemplavam a espécie do título de crédito para efeito de execução, mas dentro da visão de cobrança ou de ilustrar um procedimento de ordem minoritária. Assim, com a necessidade de ser regulamentada a disciplina posta na medida provisória, foi editada então a lei 10.932, de 2 de agosto de 2004. (ABRÃO, 2005)

O principal objetivo do novo instrumento é dar maior agilidade aos processos de cobrança levados ao Judiciário. Sendo este um título executivo, não precisa de aval de juiz para que se efetue a cobrança e a execução de garantias. Assim a CCB é mais prática que os demais. Outro ponto essencial para o aceite e o aumento constante da utilização da CCB é a desintermediação da CVM, ou seja, a CVM não considera a CCB como um valor mobiliário, e sim um título executivo líquido. Essa desintermediação faz com que, inclusive, os custos de emissão deste título diminuam, tornando a CCB ainda mais atrativa.

Fortuna (2008, p. 183) classifica, assim, esta nova CCB como:

“Um título de forma física ou escritural, por pessoa física ou jurídica, em favor de uma instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando uma promessa de pagamento em espécie, decorrente de operação de crédito de qualquer valor ou moralidade, desde um cheque especial ou um crédito consignado, passando por um CDC, e atingindo uma operação estruturada. Os títulos podem ser emitidos com remuneração pré ou pós-fixada em índice de preços ou pelo DI, sendo admitida a emissão de CCB em moeda estrangeira em favor de instituição domiciliada no exterior.”

Conforme confirmado por Fortuna, a CCB pode configurar diversas formas de crédito, tais como cheque especial, crédito consignado e mútuos. No caso destes últimos, de acordo com os valores e prazos envolvidos, além de alguns outros pontos que devem ser levados em

consideração, que requerem uma estruturação com o fim de mitigar os riscos que estas CCBs envolvem.

<b>Algumas Características e vantagens da CCB para as instituições financeiras</b>
Torna mais ágil resolver uma inadimplência
É mais abrangente do que outros certificados específicos: certificados ou cédulas de crédito rural, certificados ou cédulas de crédito industrial, e certificados cédulas de crédito comercial
Ao substituir os contratos de crédito, padroniza as operações, simplifica a cobrança em caso de inadimplência e serve de lastro na securitização de dívidas
Acaba com brechas na contestação judicial dos contratos de crédito
É um título executável por natureza
É um papel negociável no mercado, ou seja, pode ser cedido a outra instituição financeira
Reduz os custos operacionais dos bancos, barateando o custo e a aprovação do crédito
O desconto de recebíveis (NP, DP, Cheques) não usa a CCB, pois eles já são garantidos por outros papéis além da anuência do tomador como coobrigado.

**Quadro 4:** Algumas características e vantagens da CCB para as instituições financeiras

Fonte: Fortuna (2008, p. 184), adaptado pelo autor

Fortuna explana um pouco mais as questões jurídicas e financeiras que envolvem este tipo de título de crédito privado, esclarecendo um pouco a estrutura de garantias que a compõe:

A CCB pode ser emitida com ou sem garantia real ou fidejussória, sendo um título executivo extrajudicial, representando dívida em dinheiro certa, líquida e exigível seja pelo valor nela indicado ou pelo seu saldo devedor demonstrado em planilha de cálculo ou extrato de conta corrente. As garantias reais constituídas na CCB podem estar vinculadas ao instituto da alienação fiduciária e o credor poderá exigir a sua cobertura por seguro em seu benefício, sem esforço ou substituição. (FORTUNA, 2008, p. 183)

Uma grande vantagem da CCB é que em seu contrato pode-se determinar todo processo da operação. Dessa forma, a chance de buscar furos nos termos do contrato reduz bruscamente. Ou seja, no contrato poderão ser pactuadas todas as suas características deste título, tais como juros, critérios de sua incidência, capitalização, despesas e encargos da obrigação e obrigações do credor, evitando assim qualquer divergência ou recurso de contestação. (FORTUNA, 2008)

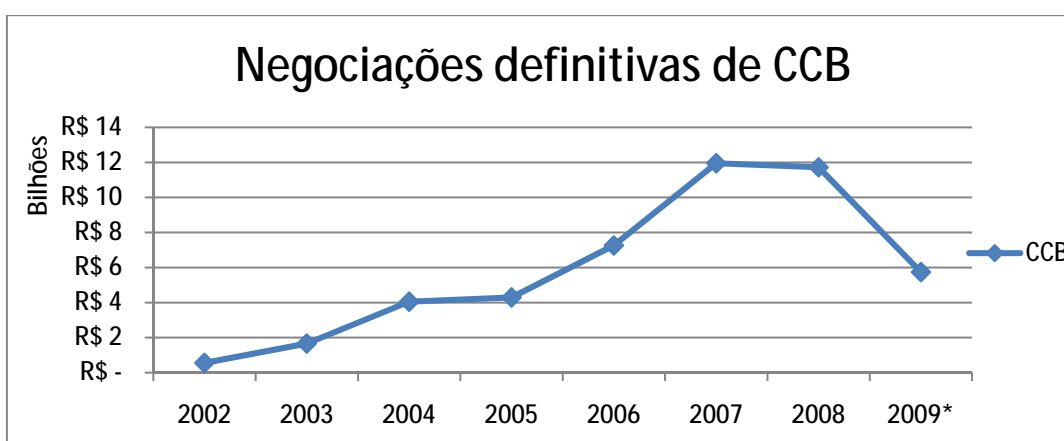
Trata-se assim, de um título que tem por objetivo garantir ao credor/investidor que este receberá seu crédito/investimento. Esse ponto acaba sendo enaltecido por Fortuna (2008, p.184) quando este cita que a CCB trata-se de “um título emitido com o objetivo de facilitar e agilizar a recuperação de créditos bancários, tendo como lastro créditos bancários comercializáveis e que permitam ao investidor receber o pagamento pelo título independentemente da situação financeira do banco que o gerou.”

Sendo uma forma de captação de recursos nova, mesmo com a importância desta no mercado, os dados sobre CCB ainda são poucos. Os dados a seguir correspondem apenas a CCBs registradas no CETIP, e correspondem às negociações definitivas destas, ou seja, as negociações fechadas durante o período objeto de análise.

As CCBs atingiram praticamente 12 bilhões de negociações definitivas em 2008, obtendo um crescimento médio próximo de 80% a.a. entre os anos de 2002 a 2008. Neste mesmo período, o número de negociações definitivas passou de 1349 para 26152. Para fim de comparação, as negociações de debêntures atingiram mais de R\$ 64 bilhões em 2009, com o total de 7321 negociações definitivas, o que ressalta que as debêntures são principalmente utilizadas por empresas que necessitam de captações maiores, pois se tratam de títulos com custos maiores, visto que devem ser registradas na CVM.

Estes números demonstram o constante aumento de CCBs no mercado, e como esta vem ganhando mercado com o passar dos anos, sendo mais uma forma de captação de recursos para as empresas. Analisando o gráfico a seguir, nota-se claramente o constante aumento de negociações definitivas de CCB ao longo dos anos, principalmente a partir de 2004, ano do surgimento da lei que regulariza este título, tudo isso por conta das vantagens já citadas.

Como aconteceu em todo o mercado de crédito, consequência esta da crise financeira, as emissões de CCB também diminuíram em 2008 e 2009.

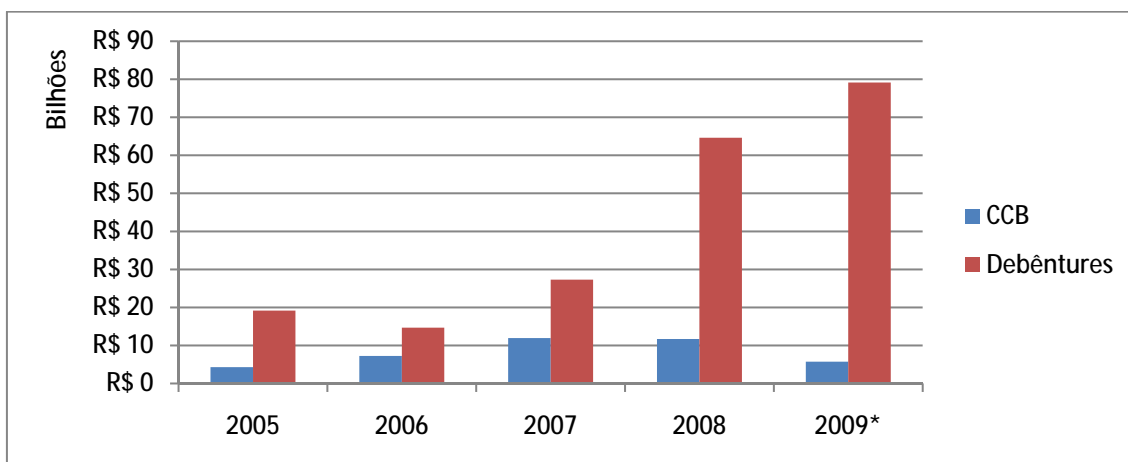


**Gráfico 1:** Evolução de Negociações definitivas de CCB

Fonte: Elaborado pelo autor. Dados brutos: CETIP \* até 03/11/2009

Quando compara-se as negociações definitivas de debêntures e de CCBs, percebe-se que as debêntures, utilizadas por empresas que necessitam de empréstimos maiores que as que

normalmente emitem CCBs, não sofreram tanto com a crise financeira, o que mostra que o crédito diminuiu principalmente para os menores.



**Gráfico 2:** Comparação do volume de negociações definitivas - CCBs e debêntures

Fonte: Elaborado pelo autor. Dados brutos: CETIP \* até 03/11/2009

No que tange o pagamento da CCB, pode-se dividir esta etapa entre o pagamento do principal e dos juros. Quanto ao pagamento do principal, este pode ser efetuado através de amortizações periódicas ou em uma parcela única no vencimento, sendo que isso já deve estar especificado na cédula de crédito bancário anteriormente. No que tange o pagamento dos juros da operação, estes podem ser efetuados através de pagamentos periódicos ou em parcela única no vencimento, que também já deve estar previsto na cédula, entretanto, para o pagamento destes, não há exigência de intervalo mínimo da periodicidade entre os pagamentos.

Conforme a CETIP, existem nove formas de pagamentos de uma CCB, sendo elas:

- Pagamento de juros e principal no vencimento;
- Pagamento periódico de juros e principal no vencimento;
- Pagamento de juros e amortização periódicos;
- Pagamento de amortização periódica e juros no vencimento;
- Tabela *Price* para CCB prefixada;
- Pagamento de principal no vencimento sem taxa de juros;
- Pagamento de amortização sem taxa de juros;
- Pagamento de rendimento prefixado; e

- Pagamento de rendimento em aberto.

Há ainda, cinco tipos de amortização do principal possíveis durante a vigência da CCB, de acordo com a CETIP, sendo eles:

- Percentual fixo, períodos uniformes, sobre valor unitário de emissão;
- Percentual variável, períodos uniformes, sobre valor unitário de emissão;
- Percentual variável, períodos uniformes, sobre valor remanescente;
- Percentual variável, períodos variáveis (datas imputadas), sobre valor unitário de emissão; e
- Percentual variável, períodos variáveis (datas imputadas), sobre valor remanescente.

A CETIP (2004) completa, com clareza, a questão dos pagamentos da dívida, explicando as características e formas que estas devem estar explicitadas na CCB:

“a CCB representativa de dívida oriunda de contrato de abertura de crédito bancário em conta-corrente, será emitida pelo valor total do crédito posto à disposição do emitente, competindo ao credor discriminar nos extratos de conta-corrente ou nas planilhas de cálculo, que serão anexados à célula, as parcelas utilizadas do crédito aberto, os aumentos do limite do crédito inicialmente concedido, as eventuais amortizações da dívida e a incidência dos encargos nos vários períodos de utilização do crédito aberto. O limite de crédito concedido será recomposto, automaticamente e durante a vigência da cédula, sempre que o devedor, não estando em mora ou inadimplente, amortizar ou liquidar a dívida.” (CETIP, 2009)

Um ponto de fundamental importância é referente ao registro da CCB. A instituição do Sistema Financeiro Nacional em favor da qual é emitida a CCB é a Instituição Registradora da CCB. Assim, a instituição registradora, de acordo com suas pretensões, pode ou não ser coobrigada com a emissão de CCB a qual ela esteja vinculada. Caso assuma esta coobrigação ela é denominada como “instituição credora da CCB” e, logicamente, assume o papel de investidor da operação. Entretanto, é normal também acontecer que a instituição registradora queira atuar apenas como o veículo para a emissão e movimentação da CCB, sendo neste caso colocada, aí sem sua coobrigação, junto a investidores institucionais, como por exemplo, os fundos de investimento e de previdência. (SAGRES, 2009)

Desse modo, a Instituição Registradora atua fazendo uma intermediação entre investidores qualificados do Mercado de Capitais e o mercado tradicional de crédito corporativo. Essa cédula é emitida fisicamente, devendo ser registrada, de acordo com a

CETIP (2009), em sistema de registro autorizado pelo Banco Central do Brasil, em três ocasiões, sendo estas:

- quando negociada pela credora original;
- quando compuser a carteira de instituição financeira que não a credora original, de sociedade autorizada a funcionar pelo BC, de fundos administrados pelas referidas instituições e sociedades, de sociedade seguradora, de sociedade de capitalização e de entidade aberta e fechada de previdência complementar; e
- quando for objeto de intermediação praticada por instituição financeira e outra sociedade autorizada a funcionar pelo BC.

### **2.4.1 Certificado de Cédulas de Crédito Bancário - CCCB**

O CCCB é emitido a partir de Cédulas de Crédito Bancário, que já devem ter sido previamente registradas na CETIP. Estes certificados correspondem à parte de uma ou mais CCBs a fim de minimizar o risco das mesmas. Assim, as CCBs de grande valor podem ser divididas a fim de dar maior liquidez aos títulos, ou várias CCBs de baixo valor (como as emitidas por pessoas físicas – crédito consignado) podem ser agrupadas a fim de formar um título de valor de face maior. Ainda, com o intuito de diversificar o risco, pode-se unir várias CCBs, e criar a partir destas, vários CCCBs, fato este que faz com que os últimos não estejam expostos somente ao risco de uma CCB.

A emissora da CCCB assume as responsabilidades de depositária e mandatária do titular do certificado, cabendo-lhe promover a cobrança das cédulas e entregar o produto da cobrança do seu principal e encargos ao titular do certificado. (CETIP, 2009)

As CCBs que compõem um CCCB devem ter um mesmo Custodiante e um mesmo Agente de Pagamento, podendo cada uma destas funções ser exercida por uma instituição diferente. As CCBs podem ter ou não o mesmo Registrador, porém devem ter o mesmo Detentor. Para fazer parte do Certificado, as Cédulas devem estar na Posição Livre do Detentor. (CETIP, 2009)



## 3 RISCOS E GARANTIAS

Neste capítulo busca-se explicar sobre as mais variadas formas de riscos que podem intervir em uma operação de crédito privado. Ainda, ressaltam-se as principais formas de garantias utilizadas na administração de riscos das operações de crédito privado.

### 3.1 RISCO

Primeiramente, deve-se ressaltar a origem da palavra risco. Este remonta ao latim *resicare* (“cortar separando”). Seu significado original vinha da noção de perigo que os navegantes tinham ao passar por rochas perigosas e pontiagudas (JORION, 1999, p. 65). Deriva também do italiano antigo *risicare* (“ousar”), sentido em que o risco é uma opção e não um destino.

“A essência da administração do risco está em maximizar as áreas onde temos certo controle sobre o resultado, enquanto minimizamos as áreas onde não temos absolutamente nenhum controle sobre o resultado e onde o vínculo entre efeito e causa está oculto de nós.” (BERNSTEIN, 1997, p. 197)

Risco pode ser definido como a volatilidade de resultados inesperados, normalmente relacionada ao valor de ativos ou passivos de interesse (JORION, 1999).

GITMAN (2002), numa visão empresarial, considera o risco como a possibilidade de que os resultados realizados possam diferir daqueles esperados. Lembra ainda que os acionistas têm aversão ao risco, que é a determinação dos mesmos evitá-lo. Quando há risco envolvido eles esperam taxas de retorno mais elevadas nos investimentos à medida que os riscos aumentam, e taxas de retorno mais baixas naquelas operações com riscos baixos.

**Figura 1:** Perfil de risco–retorno

Fonte: Gitman (2002, p.50)

Primeiramente, é de fundamental importância compreender o que vem a ser “risco”, e diferenciar este conceito de incerteza.

Para Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005 p.123), risco “é a possibilidade de prejuízo financeiro ou, mais formalmente, a variabilidade do retorno associado a determinado ativo.” O mesmo autor ainda define incerteza como sendo uma “situação de dúvida ou insegurança de se obter um resultado, sem forma de quantificar as possibilidades de ocorrência das situações positivas ou negativas”.

Bodie e Merton (2002, p.258) ressaltam ainda que “risco é a incerteza que importa, porque afeta o bem-estar das pessoas. Assim, a incerteza é uma condição necessária, mas não suficiente para o risco. Toda situação de risco é incerta, mas pode haver incerteza sem risco.”

E é com esta preocupação com a incerteza futura, que o risco acaba se tornando um assunto tão peculiar em operações de médio e longo prazo.

Aqui, serão levantadas algumas das principais formas de risco para um melhor entendimento desses pontos que de uma forma ou outra intervêm nos resultados das empresas ou instituições privadas.

Há várias formas de risco que podem intervir no bom andamento de um título de dívida privada. Muito desses riscos não dependem simplesmente da empresa, e sim de vários fatores externos que podem intervir nos resultados da empresa, tanto positivamente quanto

negativamente. A idéia de risco, de forma mais específica, está diretamente associada às probabilidades de ocorrência de determinados resultados em relação a um valor médio esperado. É um conceito voltado para o futuro, revelando uma possibilidade de perda. (ASSAF NETO, 2008)

Existem vários tipos de riscos, e estes aparecem desde as primeiras decisões a toda condução do negócio. Bodie e Merton (2002, p. 261) enfatizam que “as empresas são organizações cuja função econômica principal é produzir bens e serviços. Praticamente todas as atividades da empresa envolvem exposição ao risco. Assumir riscos é uma parte essencial e inseparável do empreendimento empresarial.”

O risco está presente em qualquer operação no mercado financeiro. Existem várias classificações de riscos, onde destacam-se seis, que são:

### **Figura 2: Tipos de Risco**

Fonte: Elaborado pelo autor

a) Risco de Mercado: depende do comportamento do preço do ativo diante das condições de mercado. Pode ser dividido em quatro grandes áreas: risco do mercado acionário, risco do mercado de câmbio, risco do mercado de juros e risco do mercado de *commodities*, sendo estas melhores explicadas a seguir:

- Risco de Ações – Possibilidade de perdas decorrentes de mudanças adversas nos preços de ações e/ou em seus derivativos;

- Risco de Taxa de Câmbio – Possibilidade de perdas devido a mudanças adversas na taxa de câmbio e/ou em seus derivativos;
- Risco de Taxa de Juros – Possibilidade de perdas no valor de mercado de uma carteira decorrente de mudanças adversas nas taxas de juros e/ou em seus derivativos; e
- Risco de *Commodities* – Possibilidade de perdas decorrentes de mudanças adversas nos preços de commodities e/ou em seus derivativos.

b) Risco Operacional: está relacionado a possíveis perdas como resultado de sistemas e/ou controles inadequados, falhas de gerenciamento e erros humanos.

Pode ser dividido em três grandes áreas:

- Risco Organizacional está relacionado com uma organização ineficiente, administração inconsistente e sem objetivos de longo prazo bem definidos, fluxo de informações interno e externo deficientes, responsabilidades mal definidas, fraudes, acesso a informações internas por parte de concorrentes;
- Risco de operações: relacionado com problemas de *overloads* de sistemas (telefonia, elétrico, computacional), processamento e armazenamento de dados passíveis de fraudes e erros, confirmações incorretas ou sem verificação criteriosa;
- Risco de pessoal: relacionado com problemas como empregados não qualificados e/ou poucos motivados, personalidade fraca, falsa ambição, carreiristas.

c) Risco de crédito: está relacionado a possíveis perdas quando um dos contratantes não honra seus compromissos, As perdas aqui estão relacionadas aos recursos que não mais serão recebidos.

O risco de **crédito** depende de vários fatores, como: valor corrente dos contratos, exposição potencial futura ao crédito, extensão efetiva da redução de uma exposição por acordos de *netting* e garantias, e probabilidade de inadimplência de um cliente. (JORION, 1997 p.244)

Risco de crédito pode ser dividido em três grupos:

- Risco do país: como no caso das moratórias de países latino-americanos.

- Risco político: quando existem restrições ao fluxo livre de capitais entre países, Estados, municípios, etc. Pode ser originário de golpes militares, novas políticas econômicas, resultado de novas eleições etc.

- Risco de falta de pagamento: quando uma das partes em um contrato já não pode honrar seus compromissos assumidos.

d) Risco Legal: está relacionado a possíveis perdas quando um contrato não pode ser legalmente amparado. Podem-se incluir aqui riscos de perdas por documentação insuficiente, insolvência, ilegalidade, falta de representatividade e/ou autoridade por parte de um negociador.

e) Risco de Liquidez: possibilidade de perdas decorrentes da falta de recursos necessários ao cumprimento de uma ou mais obrigações em função de descasamento de captações e aplicações, bem como possibilidade de perdas devido à incapacidade de se desfazer rapidamente de uma posição, a um preço razoável, ou obter *funding* devido às condições de mercado (OLIVEIRA, 2004). Este risco pode ser dividido em duas categorias:

- Risco de Mercado/produto: Surge quando uma transação não pode ser conduzida pelos preços de mercado prevalecentes, devido a uma atividade insuficiente de mercado;

- Risco de liquidez de fluxo de caixa/ obtenção de recursos: “refere-se a impossibilidade de cumprir as obrigações relativas aos fluxos de caixa, o que pode forçar a liquidação antecipada dos contratos, transformando perdas escriturais em perdas reais.” (JORION, 1999, p.15)

f) Risco de Conjuntura: possibilidade de perdas potenciais decorrentes de mudanças verificadas nas condições políticas, culturais, sociais, econômicas ou financeiras do próprio país ou de outros países. (OLIVEIRA, 2004)

- Risco Estratégico: possibilidade de perdas pelo insucesso das estratégias adotadas, levando-se em consideração a dinâmica dos negócios e da concorrência, as alterações políticas no País e fora dele e as alterações na economia nacional e mundial;

- Risco de País: possibilidade de perdas em função de alterações políticas, culturais, sociais, financeiras (fluxo de capitais) ou econômicas em outros países com os quais haja algum tipo de relacionamento econômico, principalmente investimentos;

Borges (2002, p.7) ressalta que os riscos políticos mais comuns são “em caso de atos de império estão ligados ao arcabouço legislativo (em matérias como concessão e desapropriação), regulamentar (tais como controle de preços, custos e tarifas) e ambiental”. Jorion (1998, p.295) completa afirmando que estes riscos surgem de medidas tomadas que influenciam expressivamente o modo pelo qual uma organização conduz suas atividades. Já os riscos de regulamentação, para o autor, “resultam de mudanças nos regulamentos ou na interpretação de normas existentes que podem afetar uma empresa negativamente.” (JORION, 1998, p.295)

- Risco Sistêmico: possibilidade de perdas em virtude de dificuldades financeiras de uma ou mais instituições que provoquem danos substanciais a outras, ou ruptura na condução operacional de normalidade do sistema financeiro nacional.

Estes riscos, quando a economia está se comportando bem, em tempos de prosperidade, são praticamente esquecidos. Porém, em vários setores, questões políticas ou mesmo mudanças na regulamentação não são tão difíceis de acontecer. Setores já organizados e não tão dependentes do governo costumam ser mais seguros, visto que os riscos políticos são minimizados e a probabilidade de haver grandes mudanças no que tange as regulamentações destes setores.

Nem sempre é fácil diferenciar qual o tipo de risco presente em determinada situação. O tipo de risco pode variar, dependendo da ótica sob a qual o problema é observado.

g) Outros riscos: além dos riscos mencionados acima, outros mais específicos, mas não menos importantes também são citados por alguns autores, sendo que muitos destes são decorrentes da junção de dois dos riscos já citados acima ou segregações dos mesmos, lembrando que muitos riscos, dependendo da situação e do contexto que estão inseridos, podem ser classificados de diferentes formas. Estes riscos, entretanto, também são importantes para elaboração de garantias de títulos privados como as CCBs, por exemplo.

Um desses riscos é classificado por Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005, p.123) como risco do empreendimento, onde demonstram que as mais diversas áreas internas de uma empresa sofrem com diferentes tipos de riscos, das mais variadas formas, conforme mostra a seguir:

<b>Risco do empreendimento</b>	
<b>Área da Empresa</b>	<b>Tipo de escolha</b>
Administração da produção	Fornecedores, matérias-primas, processos produtivos, equipamentos utilizados
Marketing	Estratégias de mercado, posicionamento de produto, escolhas de canais de distribuição.
Recursos Humanos	Escolhas de gerência e de pessoal operacional, treinamento de funcionários, política salarial
Logística	Localização da indústria e dos pontos de venda, política de estoques, gestão de transportes.
Finanças	Políticas de preços, crédito e cobrança, endividamento e investimento.

**Quadro 5:** Risco do empreendimento

Fonte: Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005, p.123)

Mais abrangentes que estes, há ainda os riscos de todo o negócio. Estes estão relacionados às atividades da empresa, mas afetam a todas as empresas do ramo, concorrentes diretos e próximos. Alguns exemplos são mostrados no quadro a seguir:

<b>Risco do negócio</b>	
<b>Risco</b>	<b>Exemplo</b>
Retração da demanda do produto	Produtos de moda
Escassez da matéria-prima	Quebra de safra
Concorrência de produtos importados	Automóveis de luxo
Obsolescência tecnológica	Transmissão de mensagens por <i>paggers</i>
Impacto das ondas de fusões e aquisições	Concentração no ramo da siderurgia

**Quadro 6:** Risco do negócio

Fonte: : Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005 p. 124)

Existe ainda o risco de construção, sendo este definido por Borges (2002, p.6) como “abandono ou não conclusão, atraso, custos superiores aos previstos e performance frustrada.”

Outro risco bastante importante a ser ressaltado, principalmente no que tange operações de longo prazo, é o risco de transição, já que em um horizonte de tempo maior, o investidor não consegue prever se acontecerá alguma mudança estrutural importante na empresa emissora do título privado de crédito. O risco de transição é de difícil trato, pois não pode ser explicitamente modelado. Estas transições trazem alguns riscos antes não previstos, já que caso haja mudanças profundas, o potencial para erros é muito maior. (JORION, 1998)

Há ainda os riscos de parâmetro ou o risco de estimativa. Estes riscos são mais comuns em estudos das empresas referentes aos fatos que as permeiam. Jorion (1998, p.293) comenta com clareza o que vem a ser este risco, quando afirma: “o risco de estimativa aumenta de acordo com a quantidade de parâmetros estimados. Quanto mais parâmetros forem estimados, maior a probabilidade de os erros interagirem entre si e gerarem estimativas de risco enganosas.”

Talvez os riscos com menos formas de minimizar seus prejuízos seriam os riscos de caso fortuito (causados por agentes naturais) e de força maior (causados pela ação humana). Alguns seguros sobre as propriedades alienadas cobriam certos tipos de desastres, mas dificilmente supririam todos os prejuízos de certas perdas.

Diante de tantos riscos que podem, todos, de algum modo influenciar e prejudicar o bom andamento de um título de crédito privado como a CCB, algumas medidas podem ser tomadas como forma de prevenção ou mitigação destes riscos.

## 3.2 ADMINISTRAÇÃO DE RISCOS

Nos últimos anos, diante de evolução do sistema financeiro, vários pontos foram surgindo que precisavam de medidas para minimizar os riscos intrínsecos à economia, ou mesmo aos negócios em geral. Assim alguns mecanismos foram criados para as instituições se defenderem (*hedgear*) com eficácia contra riscos financeiros.

Os métodos eficazes de proteção contra riscos financeiros, ou de especulação com os mesmos, foram criados por uma nova área da administração de recursos denominada “engenharia financeira”, e receberam o nome de derivativos.

O quadro 7 a seguir ilustra a expansão dos instrumentos de gestão de risco desde o começo da década de 1970:



Anos	Derivativos
1972	Futuros de moedas
1973	Opções de Venda
1975	Futuros de Títulos do Tesouro
1981	Swaps de moedas
1982	Swaps de taxas de juros, futuros de notas do Tesouro, de Eurodólar e de índices de ações, opções sobre futuro de títulos do Tesouro e sobre moedas listadas em bolsa
1983	Opções sobre índices de ações, sobre futuros de notas do Tesouro, sobre futuros de moedas e sobre futuros de índices de ações, <i>caps</i> e <i>floors</i> de taxa de juro
1985	Opções sobre Eurodólas e sobre swaps (swaptions)
1987	Opções de balcão das categorias compostas e asiáticas
1989	Futuros sobre swaps de taxa de juro, opções <i>quanto</i>
1990	Swaps de índice de ações
1991	Swaps diferenciais
1993	<i>Captions</i> , opções flexíveis de bolsa
1994	Opções de <i>credit default</i>

**Quadro 7:** Instrumentos de gestão de risco nos últimos anos

Fonte: JORION (1999, p.9)

Algumas estratégias para minimizar e gerir estes riscos podem ser assumidos pelas empresas, dentre as quais o que Bodie e Merton (2002, p.262) intitulam como Administração de Riscos. Esta prática tanto pode quanto deve ser estendida para a estruturação de títulos de crédito emitidos por estas empresas.

A identificação destes riscos é de fundamental valia. Esta consiste em descobrir quais são as exposições ao risco mais importantes relacionados a determinado negócio. Muitas vezes, as empresas e/ou investidores não estão a par de todos os riscos que as permeiam, o que acaba deixando-as totalmente expostas aos mesmos, podendo ter conseqüências graves. (BODIE; MERTON, 2002)

Após esta identificação, deve-se avaliar estes riscos. Bodie e Merton (2002 p.264) caracterizam a avaliação do risco como sendo “a quantificação dos custos associados aos riscos que forem identificados na identificação do risco.”

Assim, deve-se buscar qual a melhor forma de administrar estes riscos, sendo os principais métodos citados por Bodie e Merton (2002 p.164) no quadro 8 adaptado a seguir:

<b>Técnicas de administração de riscos</b>	
Evitar os riscos	É uma decisão consciente de não ficar exposto a determinado risco
Prevenção e controle de perdas	São providências tomadas para reduzir a possibilidade de perdas
Retenção de risco	Absorver o risco e cobrir as perdas com os recursos próprios
Transferência de risco	Significa transferir o risco para outros

**Quadro 8:** Técnicas de administração de risco.

Fonte: Bodie e Merton (2002, p. 264), adaptado pelo autor

Após decidir quais as melhores técnicas de administração de riscos, implementar os métodos selecionados é fundamental, buscando sempre minimizar os custos de implementação. A estruturação de um título passa pelos mesmos critérios, buscando sempre a minimização dos riscos para o investidor.

Vale lembrar que esta administração dos riscos deve ser revisada e reexaminada periodicamente. “À medida que o tempo passa e as circunstâncias mudam, novas exposições ao risco podem surgir, informações sobre a probabilidade e a gravidade dos riscos podem tornar-se disponíveis mais prontamente e técnicas para administrá-las podem tornar-se menos custosas.” (BODIE; MERTON, 2002, p.265)

Ressalta-se ainda que a transferência de risco, recém citada, dá-se principalmente de três formas:

- *Hedging*: faz-se um *hedging* quando a providência tomada para reduzir a exposição a uma perda também faz com que o indivíduo abra mão da possibilidade de um ganho;
- Seguro: fazer seguro significa pagar um prêmio (preço pago pelo seguro) para evitar as perdas. Ao fazer um seguro, você substitui uma perda certa (prêmio pago pela apólice) pela possibilidade de uma perda maior se você não fizer seguro;
- Diversificação: diversificar significa portar quantidades similares de ativos de múltiplos riscos em vez de concentrar todos os investimentos em um só. A diversificação, portanto, limita a exposição ao risco de qualquer ativo individual. (BODIE; MERTON, 2002, p.267)

Como forma de prevenção de riscos em títulos de crédito privado como a CCB, onde a consolidação deste título dá-se pela elaboração de um contrato. Na administração de riscos, o uso de garantias tradicionais e acessórias (*covenants*) é uma importante forma de buscar suprir as necessidades de mitigação de riscos.

Além destas garantias, muitas vezes os investidores em CCBs, a fim de confirmar a boa administração de riscos em determinado título, exigem a classificação de uma empresa de *rating*, que após analisar tanto o emitente do título como a estruturação da operação, emite uma nota classificatória, dando assim uma opinião sobre o grau de risco da operação.

### 3.2.1 Garantias

As operações feitas por bancos e instituições financeiras geralmente exigem garantias que assegurem o reembolso dos empréstimos em caso de inadimplência dos tomadores de empréstimos, e como já foi ressaltando, na maioria das cédulas de crédito bancário, isto não é diferente. A garantia não substitui o pagamento, mas como diz o nome, garante que, caso ele não ocorra, esse instrumento colateral, ao ser recebido, minimize a perda do empréstimo.

Assim, regra geral, o mecanismo utilizado para reduzir o risco nas vendas a crédito é a exigência de garantias sobre o valor do crédito concedido ao cliente no ato da formalização do crédito. As garantias representam o comprometimento de outras pessoas, físicas ou jurídicas, pela dívida assumida ou a definição de bens, que podem ser móveis ou imóveis, onde responderão pela dívida caso o devedor não consiga pagá-la. (LEMES JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2005)

Fortuna (2008) ressalta que, como o objetivo da instituição que concede o empréstimo é receber o valor emprestado e não renegociar a inadimplência temporária ou, pior ainda, recuperar o crédito problemático, então, quanto melhor a garantia dada pelo devedor ao credor, mais segurança é dada à operação e menor deverá ser a taxa de juros pelo empréstimo.

E diante de um título privado como a Cédula de Crédito bancário, estas garantias não são diferentes. De acordo com o art. 31 da Lei n. 10931 de 2 de agosto de 2004, a CCB pode ser garantida da seguinte forma:

“A garantia da Cédula de Crédito Bancário poderá ser fidejussória ou real, neste último caso constituída por bem patrimonial de qualquer espécie, disponível e alienável, móvel ou imóvel, material ou imaterial, presente ou futuro, fungível ou infungível, consumível ou não, cuja titularidade pertença ao próprio emitente ou a terceiro garantidor da obrigação principal.”

#### 3.2.1.1 Classificação das Garantias

Existem várias formas de garantias tradicionais que podem ser utilizadas como forma de mitigação de riscos em estruturas de títulos privados de CCB. Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005) classificam e dividem estas garantias em reais e fidejussórias (pessoais), conforme o quadro 9 a seguir:

<b>Garantias</b>	
Pessoais	Reais
Aval	Alienação fiduciária
Fiança	Hipoteca
	Penhor
	Anticrese

**Quadro 9:** Classificação das garantias

Fonte: Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005, p. 357)

Para a elaboração da CCB, Abrão (2005 p.45) enfatiza que “é fundamental que a garantia seja integralmente descrita e individualizada, para que seja factível sua pronta identificação, assim não basta incorporar o bem à emissão da cédula, mas é preciso realçar as características da garantia, sob pena de gerar dúvida e contrariar a finalidade normativa.”

### 3.2.1.1.1 *Garantias Fidejussórias*

As garantias pessoais são a fiança e o aval. É muito comum as pessoas, mesmo as que trabalham há muito tempo com operações de crédito, confundirem as duas.

“A desvantagem para essas garantias nas operações de financiamento de longo prazo é que elas são caras para os afiançados ou avalizados, e o garantidor deverá pedir contragarantias, o que duplica a análise em todos os seus inconvenientes.” (BORGES, 2002 p.8)

a) Aval: estabelece a obrigação de avalista pelo autor do título de crédito no qual foi formalizada a garantia, representada pela assinatura do garantidor denominado avalista. É obrigatório que o cônjuge assine junto com o avalista, no caso de casamento em comunhão de bens. O garantidor responde pelo aval com todos os seus bens, exceto os denominados bens de família. (LEMES JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2005)

Borges (2002, p.8) aponta o aval como “uma característica de um título de crédito, que permite a um terceiro, pela mera aposição de sua assinatura, aceitar ser coobrigado em relação às obrigações do avalizado.” Se o aval não identificar o avalizado, o avalista estará garantindo o último devedor do título. Completa ainda ressaltando que somente existe aval como garantia em títulos de crédito (letras de câmbio, notas promissórias, cheques, cédulas de crédito etc.).

b) Fiança: é estabelecida sob a forma de contrato no qual o fiador, que pode ser pessoa física ou jurídica, presta garantia de cumprimento da obrigação assumida pelo comprador caso ele não o faça.

“O fiador responde com todo o seu patrimônio e tem o direito, se dele não abrir mão, ao benefício de ordem, ou seja, só poderá ter seus bens executados depois de executados os bens do afiançado; se houver vários fiadores, eles só poderão ser chamados depois de executado o fiador citado anteriormente, na ordem em que aparecerem no contrato. Naturalmente, a praxe é de os credores só aceitarem fiadores que abram mão desse benefício de ordem.” (BORGES, 2002, p.7)

Se o fiador for pessoa física for casado com comunhão de bens, deverá ser exigida também a outorga do cônjuge.

### 3.2.1.1.2 *Garantias reais*

a) Alienação fiduciária: é o tipo de garantia feita por meio de instrumento público ou particular arquivado no Registro de Títulos e Documentos, na qual o devedor detém posse e utilização dos bens móveis oferecidos em garantia, mas a propriedade é do credor. Essa característica permite que se afaste o direito dos credores privilegiados, uma vez que se tratam de bens de terceiros, estranhos ao patrimônio do devedor até a quitação da dívida. (BORGES, 2002)

O devedor será o responsável pela preservação e manutenção dos bens alienados e por danos sofridos pelos bens. A alienação fiduciária em garantia incide sobre bens móveis e, mais recentemente, imóveis.

b) Hipoteca: representa o tipo de garantia no qual, por instrumento público, são utilizados bens imóveis, veículos, aeronaves e embarcações para garantir a dívida contraída pelo devedor. É preciso considerar que os denominados bens de família não devem ser objeto de hipoteca porque são protegidos por lei. (LEMES JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2005)

Borges (2002, p.5) ressalta as vantagens e desvantagens desta garantia real. Como principal vantagem da hipoteca, o autor lembra que esta permite a execução pelo método “porteira fechada”, ou melhor, quando todo um conjunto representado pelo imóvel da unidade produtiva, suas construções e todos os equipamentos e bens necessários ao seu funcionamento

são garantidos. Entretanto, para evitar que sejam retiradas as partes acrescidas, essas devem ser listadas na matrícula do imóvel.

Como desvantagens desta, ele destaca algumas:

“A maior desvantagem é a preferência que sofre para credores trabalhistas e fiscais, que têm direito de receber antes dos credores hipotecários. Outra desvantagem é a precária situação dos registros fundiários em nosso país, o que onera e às vezes inviabiliza a hipoteca. Um acompanhamento deficiente também pode ter um efeito terrível para a recuperação de crédito em caso de execução, quer pela substituição dos bens móveis de maior valor, quer pela regularidade dos seguros, a qual é a garantia de que, em caso de sinistro e desde que o credor seja o beneficiário, a dívida será quitada pela seguradora (especialmente se houver perda total dos bens dados em garantia).” (BORGES, 2002 p.6)

c) Penhor: “O penhor consiste no estabelecimento de quantidade suficiente de mercadorias, máquinas e equipamentos, produtos agrícolas ou títulos de crédito, oferecidos para garantir a dívida. A definição da quantidade está na razão direta do valor da dívida contraída.” (LEMES JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2005, p.358)

O autor ainda completa que caso o que for penhorado ficar depositado na propriedade do devedor, este deve ser designado como o fiel depositário do que for penhorado e ficará responsável pela guarda destes bens. Exalta ainda que são previstas severas punições caso o fiel depositário não cumpra sua função de acordo com o estabelecido na legislação.

Como vantagem do penhor, Borges (2002, p.5) cita a “possibilidade de uso em operações em que outras garantias não possam ser utilizadas (como no caso do crédito rural)”. Ainda, como desvantagens desta garantia, ele exalta a “natureza ou o valor dos bens que são objeto de penhor: depreciação, remoção, transporte, obsolescência, dificuldades de encontrar comprador etc.” Exalta ainda que o “mais importante, entretanto, é que essa garantia não será utilizada sempre que for possível constituir alienação fiduciária em garantia, uma vez que o penhor deve respeitar a preferência dos créditos privilegiados (trabalhistas e fiscais) e a outra não.”

Abrão (2005, p.45) ainda ressalta o penhor cedular bancário, quando este revela sua dupla finalidade: “a primeira de impor limites e conhecer a realidade da situação patrimonial da garantia, a outra respeitante aos bens executíveis há hipótese de mora, mas de toda sorte o contrato mantém seu equilíbrio enraizado na condição de transparência e boa-fé objetiva das partes interessadas.”

d) Anticrese: é o tipo de garantia em que o bem garantidor é um imóvel denominado frugífero cujos resultados, pelo uso, o credor pode utilizar para receber o valor de seu crédito. Atualmente, no lugar deste tipo de garantia está sendo utilizado o penhor de safras futuras.

“Ainda com respeito às garantias reais é possível o estabelecimento de garantias flutuantes que não impedem a negociação dos bens oferecidos, desde que os bens não negociados sejam suficientes para garantir a dívida.” (LEMES JÚNIOR, RIGO E CHEROBIM, 2005 p.358)

Também é importante lembrar que, em virtude de serem ritos diferentes, deve-se estipular a parcela do crédito garantido pela hipoteca, pelo penhor ou pela alienação fiduciária, caso essas garantias coexistam em um mesmo instrumento contratual.

### **3.2.2 Garantias Acessórias (*Covenants*)**

Sendo a identificação prévia dos riscos é uma das principais características das operações estruturadas, e inclusive das estruturações de títulos privados, a definição dos *covenants* aparece com uma das principais ações mitigadoras desses riscos. Os *covenants*, que aparecem como garantias acessórias, objetivam assim, amarrar o devedor de forma mais eficaz do que as garantias tradicionais. Regra geral, não se resolvem nelas mesmas, ou seja, tem como consequência de seu não cumprimento a execução de alguma punição distinta.

Borges (2002, p.13) conceitua os *covenants* como sendo:

“O instituto do *covenant* constitui, no direito anglo-saxão, um compromisso ou promessa em qualquer contrato formal de dívida, reconhecido em lei, protegendo os interesses do credor e estabelecendo que determinados atos não devem ou devem cumprir-se, podendo ser traduzido como compromissos restritivos (*restrictive covenants*) ou obrigações de proteção (*protective covenants*).”

Os títulos de dívida em geral contêm uma cláusula de vencimento antecipado da dívida para os casos de inadimplência de obrigações principais e acessórias. Assim, quando uma empresa falha em respeitar os limites fixados nos *covenants*, os credores podem exigir, por exemplo, se estabelecido no contrato, o pagamento antecipado total da dívida.

Nesse sentido, os *covenants* representam uma garantia adicional para os credores, além das tradicionais garantias exigidas. (SILVA, 2008)

Esta promessa formal de dívida foi instaurada no Brasil com o intuito de conviver com as garantias tradicionais já normalmente utilizadas. Contudo, há uma diferença fundamental entre ambas já que o *covenant* se trata de uma garantia que tem o foco na boa administração e na integridade do patrimônio, muito mais baseada na credibilidade do devedor que em qualquer conforto que uma garantia real ou pessoal possa trazer. Nestas garantias busca-se alcançar todo um compromisso com o dinamismo necessário para o setor financeiro, livrando-os assim das amarras e dos limites das operações vinculadas somente a garantias normais, tais como hipotecárias, pignoratícias ou fidejussórias. (BORGES, 2002)

Apesar de restringir decisões financeiras, de investimento e operacionais dos administradores, os *covenants*, se bem utilizados, possibilitam a redução do risco de não recebimento do valor emprestado pelo credor, bem como a redução do custo da dívida para o devedor. (SILVA, 2008)

Borges (2002 p. 14) afirma que o *covenant* constitui assim “um sistema de garantia indireta, próprio de financiamentos, representado por um conjunto de obrigações contratuais acessórias, positivas ou negativas, objetivando o pagamento da dívida.”

Silva (2008), com lucidez, exalta ainda que, sob a ótica da eficiência contratual, os contratos de dívida são escritos (*ex ante*) para controlar o conflito de interesse entre os credores e os administradores-proprietários e usualmente incluem *covenants* que restringem as ações futuras (*ex post*) dos administradores relacionados a políticas de financiamento, pagamento de dividendos ou investimento de se engajar em um comportamento oportunista. Como exemplos de comprometimento oportunista, pode-se mencionar: pagamento de dividendos com esvaziamento de propriedade; diluição da dívida através de superinvestimento, substituição de ativos e subinvestimento. Os *covenants* que restringem o pagamento de dividendos, a emissão de novas dívidas e limitam o nível de endividamento, por exemplo, podem ter valor para a empresa se eles mitigarem os custos de agência da dívida.

A presença de cláusulas restritivas (*covenants*) nos contratos de dívida calculadas com base em números contábeis servirá como incentivo para que os administradores adotem práticas contábeis voluntárias que impeçam o descumprimento dessas cláusulas. *Ceteris*



*paribus*, quanto mais próxima a empresa estiver da inadimplência técnica, isto é, de violar um índice contábil, maior o incentivo para escolher práticas contábeis que evitem essa violação. (SILVA, 2008, p.44)

A inclusão destes *covenants* em títulos de dívida pode apresentar tanto custos quanto benefícios para a empresa. Os custos são incorridos se os *covenants* proibirem os administradores de tomar decisões que maximizem o valor da empresa ou induzi-los a escolher ações que não maximizam o valor da empresa. Os benefícios surgem se os *covenants* proibirem o administrador de tomar ações oportunistas que reduzam o valor da empresa e induzam os administradores a não tomarem essas ações. (SILVA, 2008, p.43)

Assim de acordo com Watts e Zimmerman (1986) *et al* Silva (2008), quanto mais alto for o custo de violação dos *covenants* contábeis fixados nos contratos de dívida, maior será o incentivo para os administradores escolherem práticas contábeis que aumentem o resultado ou reduzam a alavancagem e, conseqüentemente, evitem o rompimento dos *covenants* contábeis. Essas ações são esperadas porque se acredita que a violação dos *covenants* impõe custos de renegociação (conseqüência econômica) para a empresa.

Vale lembrar que em todos estes pontos é de fundamental importância detalhar todos os *covenants* e índices de forma precisa no contrato, buscando assim não deixar dúvidas quanto ao objetivo de cada *covenant*, bem como sua interpretação, não deixando margens para dúvidas e pontos futuros.

O uso dos *covenants* também pode atender aos cuidados com a defesa do direito do consumidor e o meio ambiente, evitando o risco de passivos futuros e gerando efeitos positivos para o mercado como um todo.

### 3.2.2.1 Classificação Dos *Covenants*

Primeiramente, os *covenants* podem ser classificados em dois grandes grupos (MATHER; PEIRSON, 2006, p. 286):

- a) Contábeis (financeiros): são aqueles que usam dados contábeis em sua formulação, como um valor absoluto ou como o numerador ou denominador de um índice. Geralmente são utilizados para restringir atributos financeiros baseados em dados contábeis;
- b) Não contábeis (não financeiros): são aqueles que não utilizam dados contábeis em sua formulação.

Assim, dependendo do objetivo com a estruturação operação, quais os riscos que esta pretende mitigar com a utilização de um *covenant*, deve-se verificar qual a forma que melhor se aplica a cada caso.

Diante dessa classificação, onde se distinguem os *covenants* que utilizam como base alguns indicadores financeiros dos demais, pode-se ainda classificá-los em relação a outras características que permeiam estas cláusulas restritivas.

Borges (2002, p.14) distingue os *covenants* positivos dos negativos, classificando assim as obrigações positivas como “exigências relativas à observância de certas práticas de gestão, consideradas indispensáveis à eficiente administração da empresa”; e as obrigações negativas como as “limitações à liberdade de gestão dos administradores da devedora, obrigando-os a não praticar certos atos.” São exemplos de *covenants* positivos: manter escrituração adequada, ceder periodicamente cópias das demonstrações financeiras auditadas, informar fatos relevantes e suas prevenções, dar livre acesso à empresa, manter seguros adequados etc. São exemplos de obrigações adicionais restritivas ou negativas: não assumir ou garantir obrigações de terceiros, não permitir privilégios e prioridades, não mudar a natureza de seu negócio ou objeto, não efetuar incorporação, fusão ou cisão, não antecipar pagamentos e limitar empréstimos, investimentos, dividendos, resgate e remuneração de sócios e administradores.

Rosa (2008) ainda divide os *covenants* em três modalidades distintas. Primeiramente a limitação do grau de endividamento da empresa; após esta, a limitação ou impedimento para contrair novas obrigações; e por fim manutenção de capital de giro mínimo. Agregadas a estas, ainda, acompanham obrigações adicionais que reforçam e refletem de algum modo no programa econômico e financeiro da devedora. A seguir, as três modalidades básicas dos *covenants*:

a) Limitação do grau de endividamento da empresa: estes *covenants* que tratam de limitações ao grau de endividamento da devedora são sempre baseados em impedimentos ou restrições negociais, acrescidos de um índice de endividamento previamente estabelecido. Para isso é absolutamente necessário que o contrato contenha uma clara definição do que é considerado endividamento, sem o que a cláusula tornar-se-á inócua por não ter como ser exigida. O fato de ter que ser expressa não significa que não possa ser genérica, desde que os termos tenham definição legal ou contábil reconhecida em nosso direito.

b) Limitação ou impedimento para contrair novas obrigações: o objetivo destes *covenants*, relativos a limitações ou impedimentos de contratação de novas obrigações, é “buscar impedir a subordinação futura do direito do credor contratante. O impedimento refere-se a créditos com garantia real ou privilégios, excetuando-se obrigações inerentes ao financiamento regular da empresa.” (BORGES 2, 2002, p.18)

Como essas são as cláusulas mais usualmente desrespeitadas por devedores em dificuldades, sua definição no corpo do contrato deve ser a mais detalhada possível, exigindo, às vezes, acompanhamento por auditores independentes. É mais um caso em que o mercado tem trabalhado com um detalhamento maior que o utilizado para as outras obrigações.

c) Manutenção de Capital de Giro Mínimo: a exigência da manutenção de um nível mínimo determinado de capital de giro deve ser acompanhada de um índice de liquidez corrente que deve ser mantido para proteger o credor contra uma significativa expansão de responsabilidades a curto prazo ou contra uma possível diminuição do nível de atividade negocial da empresa.

### **3.2.3 Ratings**

Como forma de mensuração e classificação de riscos das operações estruturadas, utiliza-se bastante a classificação dos *ratings*, dados pelas empresas de risco. Santos (2009, p.193) os define da seguinte forma:

“Os *Ratings* são opiniões sobre a capacidade futura dos devedores de efetuarem, dentro do prazo, o pagamento do principal e dos juros de suas obrigações. Assim

refletem o conjunto de observações e percepções de risco das agências como parâmetro para justificar decisões em propostas de crédito, investimentos em títulos de renda variável, transações financeiras estruturadas etc.” (SANTOS, 2009, p. 193)

Standard & Poors (2009, p.1 – traduzido pelo autor), contempla a utilização do *rating* como: “Ratings de crédito é uma das inúmeras ferramentas que os investidores podem utilizar quando necessitam tomar decisões sobre investimentos em títulos”. Afirma ainda, logo após algumas características testas classificações de risco, tais quais:

- *ratings* de crédito são opiniões sobre os riscos de crédito;
- *ratings* de crédito não são recomendações de investimentos, nem de comprar, vender ou seguras os papéis. Eles são apenas um dos fatores que os investidores podem considerar para tomar suas decisões;
- *ratings* de crédito não são indicações sobre a liquidez do mercado secundário ou o preço neste mercado; e
- *ratings* de crédito não são garantias sobre a qualidade ou sobre o future risco de crédito.

Assim mostra-se que os *ratings* podem ser um determinante na escolha dos melhores investimentos, visto que as empresas tem vários critérios para classificação de cada nota dada, afim de buscar a maior transparência possível, mesmo não se responsabilizando por possíveis danos e erros causados aos investidores. A figura a seguir busca esclarecer quais as principais partes interessadas na elaboração de um *rating*:

**Figura 3:** Fluxo de geração de títulos

Fonte Standard & Poors (2009, p.5), tradução nossa

Os investidores procuram tomar conhecimento dos *ratings* das operações para fazer suas decisões de investimento. Investidores institucionais, como fundos de pensão ou bancos, por exemplo, usam os *ratings* como um aditivo para suas análises de crédito, ou mesmo como critério para criação de produtos de investimentos.

Os emitentes usam os *ratings* para poder certificar os investidores de que seus títulos são de boa qualidade. Estes podem ser tanto municípios, países ou mesmo empresas. Os juros pagos pelos emitentes estão diretamente ligados à classificação de risco que estes alcançam, sendo quanto melhor a nota, menores serão os juros pagos pelo emitente.

Segue, assim, o processo de análise de *ratings* das principais classificadoras do mundo.

**Figura 4:** Processo de análise de *Ratings*.

Fonte: Stantard & Poors (2009, p.8) tradução nossa.

Conforme exposto na figura acima, primeiramente a emitente contrata uma empresa de *rating* para efetuar a classificação do título desejado. Assim, o trabalho das classificadoras é iniciado com um estudo inicial sobre o produto, bem como a coleta de dados necessária para a análise inicial. O próximo passo seria então uma visita ao emitente para esclarecer as dúvidas que ainda imperam e buscar levantar ainda as informações ainda não disponibilizadas. Agora sim a empresa de *rating* fará as análises necessárias para classificar o título com determinada nota condizente com os dados e estrutura repassados. Após a emitente ser notificada da nota estabelecida, o *rating* é publicado e o mercado toma conhecimento sobre o *rating* final, e quais os principais riscos que mitigam esta classificação. Assim restará apenas renovar o *rating* após alguma mudança na estrutura ou após o vencimento do mesmo, a fim de levantar se todos os pontos antes analisados continuam ainda sendo válidos. (STANDARD & POORS, 2009)

São vários os pontos os levados em consideração por uma empresa classificadora de risco para auferir a nota. São vistos tanto riscos do negócio, como o país onde o título é gerado, a empresa, o setor da mesma e sua posição diante dos seus concorrentes. Ainda, estuda-se a empresa propriamente dita, desde suas estratégias, sua governança, até seu fluxo de caixa, tudo isso para buscar levantar a capacidade de pagamento da empresa frente aos seus compromissos assumidos, como um título privado, por exemplo.

Segue uma figura (figura 5) representando os principais fatores de riscos levantados pelas agências classificadoras de *ratings*:

**Figura 5:** Fatores de risco para *ratings* corporativos

Fonte: Standard & Poors (2009, p.11) tradução nossa

Diante de todos esses pontos estudados, as agências passam assim para a classificação, onde estas vêm vários critérios dentro dos fatores de risco já analisados, para darem a nota corresponde aos títulos emitidos pelas empresas. De forma clara, Santos (2009) expõe esses critérios no quadro 10 a seguir:

<b>Critérios para classificação de risco de crédito para empresas</b>		
<b>Classe de Risco</b>	<b>Ratings</b>	<b>Interpretação</b>
Muito Baixo	A	<p>empresa detentora de situação financeira favorável, com desempenho superior aos parâmetro do mercado</p> <p>sempre idônea no histórico de relacionamento</p> <p>registros de restrições no mercado de crédito pouco representativos do faturamento e sem alterações significativas nos últimos meses</p> <p>o faturamento é gerado pela comercialização de produtos de primeira e segunda necessidade</p> <p>atua no setor com perspectivas de forte crescimento para os próximos anos</p> <p>valor do crédito muito abaixo do índice interno de tolerância de exposição de risco</p> <p>crédito suportado pela vinculação de garantias de primeira liquidez</p> <p>Recomendação: aumentar exposição do risco</p>
Baixo	B	<p>empresa detentora de situação financeira favorável, com desempenho compatível aos parâmetros de mercado</p> <p>empresa sempre idônea no histórico de relacionamento</p> <p>registro de restrições no mercado de crédito pouco representativos do faturamento e sem alterações significativas nos últimos meses</p> <p>o faturamento é gerado pela comercialização de produtos de primeira e segunda necessidade</p> <p>atua em setor com perspectivas de crescimento moderado para os próximos anos</p> <p>valor de crédito abaixo do índice de tolerância de exposição ao risco</p> <p>crédito suportado pela vinculação de garantias de primeira liquidez</p> <p>Recomendação: Aumentar a exposição ao risco</p>
Moderado	C	<p>empresa detentora de situação financeira favorável, porém com desempenho abaixo dos parâmetros de mercado</p> <p>embora atualmente esteja idônea, já apresentou atrasos no histórico de relacionamento</p> <p>registros de restrições no mercado de crédito apresentando elevação sobre o faturamento, porém ainda enquadrados em valor aos parâmetros recomendados</p> <p>o faturamento é gerado pela comercialização de produtos de primeira e segunda necessidade</p> <p>atua em setor com perspectivas de estabilidade ou de baixa recessão para os próximos anos</p> <p>valor do crédito muito próximo do índice interno de tolerância de exposição ao risco;</p> <p>crédito suportado em garantias patrimoniais</p> <p>Recomendação: Manter ou reduzir a exposição ao risco</p>
Alto	D	<p>empresa detentora de situação financeira desfavorável, com desempenho muito abaixo dos parâmetros de mercado</p> <p>apresenta atrasos sucessivos no histórico de relacionamento</p> <p>registro de restrições no mercado de crédito apresentando elevação sobre o faturamento e acima dos parâmetros recomendados</p> <p>o faturamento é gerado pela comercialização de produtos de primeira e segunda necessidade</p> <p>atua em setor com perspectivas de recessão para os próximos anos</p> <p>valor do crédito representando 100% do índice interno de tolerância de exposição ao risco</p> <p>crédito suportado em garantias patrimoniais</p> <p>Recomendação: reduzir gradualmente exposição ao risco, reforçar as garantias e finalizar o relacionamento</p>

**Quadro 10:** Critério para classificação de risco das empresas

Fonte: Santos (2000, p.195)



Dentro desses pontos, as agências ainda tem subclassificações, e diferenciam entre si em alguns pontos, e principalmente na forma de expressarem as mesmas notas. O quadro a seguir demonstra as notas equivalentes de duas das principais agências classificadora de *ratings* do mundo.

<b>Ratings das Obrigações</b>		
Moody`s	S&P	
Aaa	AAA	As dívidas com <i>rating</i> aaa e AAA têm a melhor avaliação possível. A capacidade de pagamento de juros e principal é extremamente elevada
Aa	AA	As dívidas com <i>rating</i> Aa e AA têm capacidade muito elevada de pagamento de juros e devolução do principal. Juntamente com o <i>rating</i> que lhe é superior, este grupo representa a classe de obrigações de qualidade muito elevada
A	A	As dívidas com <i>rating</i> A possuem capacidade elevada de pagamentos de juros e principal. Entretanto, são um pouco mais suscetíveis a mudanças adversas de circunstâncias e condições econômicas.
Baa	BBB	Essas possuem capacidade adequada de pagamento de juros e principal. Embora normalmente apresentem parâmetros adequados de proteção, condições econômicas adversas ou mudanças de circunstâncias tendem mais a levar ao enfraquecimento dessa capacidade do que nas categorias superiores
Ba B Caa C	BB B CCC CC	Essas dívidas situadas nessa categoria são consideradas, em geral, como predominantemente especulativas. Ba e BB indicam o grau mais baixo em termos de caráter especulativo, e Ca e CC o mais alto. Embora tais títulos tenham uma certa qualidade e ofereçam alguma proteção, essas características são superadas por grandes incertezas ou grande exposição a risco no evento de condições adversas
C	C	Este nível é reservado para obrigações de renda variável cujos juros não estão sendo pagos
D	D	Dívidas colocadas neste nível estão em situação de inadimplência, estando o pagamento de juros e/ou a devolução de principal em atraso

**Quadro 11:** *Ratings* de Obrigações

Fonte: Ross e Westerfield (1995, p.429)

Muitas vezes, ambas classificadoras ajustam esses *ratings*. A S&P utiliza sinais positivos e negativos para diferenciar e especificar ainda mais suas notas de classificação, entretanto a Moody`s, para o mesmo fim, acrescenta os algarismos 1, 2 e 3, onde 1 é o nível mais elevado.

## 4 A ESTRUTURAÇÃO DA CCB

A estruturação de uma CCB é de grande complexidade, principalmente por envolver interesses diversos de cada uma das partes interessadas na operação, desde o Emitente do título ao investidor final.

A CCB pode representar um crédito de uma pessoa física ou de uma pessoa jurídica.

As Cédulas de Crédito Bancário emitidas para representar créditos junto a pessoas físicas são basicamente utilizadas nos empréstimos consignados, títulos estes que independem da estruturação das garantias. No presente trabalho, pretendemos assim focar na estruturação de CCBs emitidas para representar os créditos junto a pessoas jurídicas.

Dependendo do valor, prazo e outras características de uma operação de crédito representada por uma CCB, haverá a necessidade de uma estruturação. O principal papel da estruturação é encontrar uma forma que atenda às necessidades e objetivos do pretenso devedor, ao mesmo tempo em que atenda ao apetite de risco e remuneração do pretenso credor.

As operações de CCB podem ter estruturas bem simples, e algumas até serem emitidas “*clean*”, ou seja, sem garantias. Isso acontece quando as empresas possuem um ótimo histórico de pagamentos, mas principalmente quando o valor da emissão não seja tão expressivo no contexto financeiro da empresa emitente. Empresas que possuem ótimas notas de *ratings*, em títulos não tão longos, dificilmente têm contrato com garantias, principalmente com garantias reais, ou mesmo *covenants* muito rígidos.

O tempo de vigência da CCB também influencia diretamente a estruturação das garantias. Por exemplo, a garantia real vem no contexto de remediar uma situação econômica adversa, fator este que tem maior probabilidade de ocorrer no longo prazo. No curto prazo, uma garantia de liquidez pode ser mais eficiente que a própria garantia real. Regra geral, entretanto, as CCBs são emitidas com garantias de liquidez, por exemplo, cessão fiduciária de recebíveis.

Cabe ao estruturador também determinar, de acordo com a estrutura adotada para a CCB, quem serão os agentes que participarão da operação, com funções fiduciárias e administrativas.

Segue a figura 6 relativa aos passos para estruturação e emissão de uma CCB.

**Figura 6:** Passo a passo de Operações estruturadas de CCB  
FONTE: Deutsche Bank (2009)

O quadro a seguir exemplifica as várias situações de agentes e suas respectivas funções.

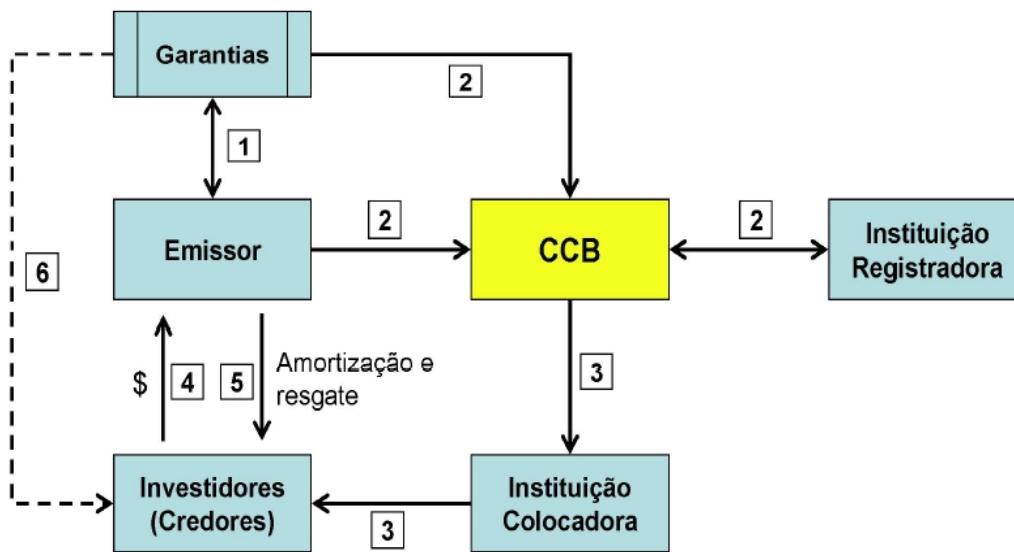
<b>Agentes na CCB</b>	
<b>Agente de Garantia</b>	O Agente de Garantia zela pelas garantias da operação em benefício dos financiadores e as executa se um evento de inadimplemento acontecer.
<b>Agente de Conta Vinculada</b>	O Agente de Conta Vinculada estabelece as contas correntes necessárias para o crédito dos recebíveis/pagamentos, controla fluxos, efetua distribuições de fundos e pagamentos e investimentos, conforme definido pelas partes em contrato. Em uma operação de CCBs, ele se responsabiliza por controlar os fluxos e liberar valores excedentes ao tomador dos recursos. Exemplo de Garantias: Fluxo de Recebíveis, Ações, Equipamentos, Bens e Direitos, Títulos etc.
<b>Agente Administrativo</b>	No Brasil, em operações de títulos, as funções de Agente Administrativo se confundem com aquelas de Agente Fiduciário, visto que o título não é regulado da mesma forma que uma debênture, ou seja, as funções “fiduciárias” estão mais próximas das administrativas no que tange ao controle de <i>covenants</i> , amortizações, etc. Existem dois níveis de responsabilidade para o Agente Administrativo: “ <i>Lite</i> ”, ou seja, atua como um intermediário entre o tomador dos recursos e os diversos participantes. Neste caso as funções são puramente administrativas, sem cálculo ou controle de <i>covenants</i> , ou “ <i>Full</i> ”, usado em transações mais complexas, e envolve também o monitoramento de <i>covenants</i> .
<b>Agente de Pagamento</b>	O Agente de Pagamento recebe e distribui os recursos referentes aos pagamentos de amortizações de juros e principal.
<b>Agente de Cálculo</b>	O Agente de Cálculo é envolvido em operações complexas onde cálculos precisem ser executados por agente independente

### **Quadro 12: Agentes da CCB**

Fonte: Deutsche Bank (2009) – adaptado pelo autor

Após estes pontos, o estruturador/emissor, ou encarteira o título, ou vai a mercado, buscar um investidor que adquira a CCB.

O diagrama abaixo busca esclarecer passo a passo, como a CCB é registrada até sua colocação no mercado, logo após, a legenda explicando o fluxo deste diagrama.



**Figura 7:** Estrutura de Emissão de uma CCB

Fonte: Sagres (2009)

Legenda do diagrama
1 - A Cédula é estruturada com todas as garantias reais e/ou fidejussórias estabelecidas.
2 - A Cédula é emitida a favor a Instituição registradora com as garantias constituídas na própria cédula.
3 - Após a emissão a Instituição Colocadora atua para distribuir as cédulas junto a investidores do Mercado Financeiro ou do Mercado de Capitais.
4 - O pagamento dos investidores pela cédula é repassado para o emissor.
5 - O emissor se responsabiliza pelo pagamento da amortização e pelo resgate da cédula junto aos investidores conforme o estabelecido na própria cédula.
6 - As garantias são utilizadas como um reforço de crédito para os investidores.

**Quadro 13:** Legenda do Diagrama

Fonte: SAGRES, 2009

Estruturada a CCB, o a instituição colocadora vai a mercado em busca de um investidor/financiador. A fim de tornar mais “palatável” ao investidor uma CCB, muitos estruturadores preferem recorrer a obtenção de um *rating*, que melhor qualifique a estrutura e a qualidade de crédito do título.

O responsável pela estruturação deve, inclusive, fazer um estudo detalhado da empresa (emitente), levantando os principais riscos que esta oferece à emissão de uma CCB. Isto tudo para garantir o bom andamento dos pagamentos do título, e buscar estruturar a operação da melhor forma possível, mitigando os riscos levantados e já quantificados.

Busca agora levantar, frente às classificações de risco, como estes riscos podem ser mitigados na CCB quando utilizadas as ferramentas de gestão de risco.

No caso dos riscos de mercado, por exemplo, é de fundamental importância analisar se o emitente pode de alguma forma sofrer influência dos preços de matérias-primas, e quanto isso influenciaria o resultado dos seus negócios. Nestes casos, quando os estoques de matéria-prima são repassados como garantia (basicamente utiliza-se a alienação fiduciária para estes casos), deve-se sempre buscar ou uma quantidade relativamente maior que o valor da dívida, ou então buscar travar este estoque pelo valor de mercado, caso esta informação seja confiável, assim, caso o valor destas matérias diminuam, o credor tem uma margem que ainda garanta o seu empréstimo.

Outro fator bastante importante é a exposição ao câmbio, risco este onde as empresas importadoras e exportadoras estão muito expostas. O entendimento dos processos de venda da empresa, contratos com compradores é de fundamental valia. Deve-se levantar também se a empresa possui práticas financeiras que minimizem a exposição ao câmbio. A exigência de *hedging* em operações expostas a esses riscos pode ser uma forma de minimizar este risco. A utilização de um *covenant*, por exemplo, que obrigue a empresa a fazer um *hedge* em uma porcentagem, ou mesmo um valor mínimo, em relação as suas vendas e/ou compras expostas ao risco de câmbio seria uma alternativa viável para minimizar estes riscos.

Se entre as garantias exigidas for tomado o penhor de ações ou quotas, deve-se sempre buscar levantar o real valor da empresa, seus ativos e a conservação dos mesmos. O conceito de valor forçado de venda (como regra, 70% do valor de mercado de um ativo) é o mais utilizado pelo mercado, para garantir liquidez no caso da execução das mesmas.

Um aprofundamento no conhecimento da operação da empresa também deve ser tomado em consideração como mitigante de riscos. Deve-se buscar conhecer desde os principais sócios da empresa, até o comportamento dos demais funcionários. Os principais acionistas e diretores influenciam diretamente a cultura da empresa, sua linha de pensamento e o que esperam da empresa para o futuro. Desde o entendimento do planejamento estratégico e os principais objetivos da empresa até as formas de controle da diretoria em relação às demais áreas da empresa são importantes a fim de verificar se não há inconsistências nem fraudes no processo organizacional e de controle. Constatar o grau de qualificação dos colaboradores nos vários níveis da empresa também é uma medida salutar no processo de análise de riscos. Um exemplo que pode ser dado referente a um risco operacional muitas vezes não levado em conta por muitos estruturadores e compradores de uma CCB é o fato de a empresa não obedecer às normas de segurança do serviço, fator este que pode ocasionar

desde muitos processos judiciais dos próprios funcionários contra a empresa, até uma grande multa e/ou fechamento temporário da empresa caso estes pontos não sejam resolvidos. Este fato com certeza acarretaria em grandes prejuízos para a empresa, e conseqüentemente para o credor da mesma.

Entre as formas de buscar minimizar riscos de gestão ou de fazer com que determinados compromissos operacionais sejam cumpridos, é a exigência de participação no Conselho da Empresa, preferencialmente com direito a voto e/ou veto em certas matérias.

Outra forma seria a elaboração de um *covenant* que exigisse um determinado valor ou percentual em relação a sua receita investido em melhorias internas, tanto processuais como de infra-estrutura, ou mesmo em capacitação de seus funcionários.

Todos estes pontos são essenciais para se ter o melhor entendimento da empresa e a qualidade e competência da mesma frente aos seus deveres, com o intuito de reduzir os riscos de gestão e operacionais.

No que tange os riscos legais que envolvem a emissão de um CCB, faz parte das competências do estruturador da operação analisar os contratos que envolvem a operação. O cuidado e conferência tanto dos contratos da própria CCB, inclusive em relação às garantias (alienação fiduciária, por exemplo) ou aditivos, são de responsabilidade do estruturador e devem ser aceitos e confirmados por todas as partes que estão envolvidas na negociação.

Como forma de minimizar estes riscos legais, é necessário contratar um escritório de advocacia com experiência nesta área de Direito. Os contratos da própria empresa, seu contrato social e os contratos de venda ou compra com clientes e fornecedores são também fundamentais para entendimento do negócio e verificação de possíveis riscos que podem estar intrínsecos nestes.

Para garantir que os contratos sociais da emitente não sejam modificados, o uso de um *covenant* pode ser uma alternativa, sob pena de vencimento antecipado da CCB, exigindo que qualquer mudança estrutural da empresa ou mesmo do contrato social só podem ser realizadas após conhecimento e aceite do agente administrativo ou detentor da CCB.

O risco de liquidez deve ser muito bem estudado pelo estruturador da operação. É fundamental que se verifique e comprove a capacidade de pagamento do emitente a partir da análise acurada do fluxo de caixa passado da empresa e também pela projeção desse fluxo,

dentro de parâmetros factíveis. De fato, um estudo detalhado da empresa é fundamental, e isto começa com o estudo do ciclo produtivo e financeiro da empresa e vai até a projeção do seu fluxo de caixa, por pelo menos, o período de vigência do título. Em vários casos as empresas possuem ciclos financeiros longos, e não possuem liquidez suficiente para realizar os pagamentos todas as épocas do ano. Mesmo dentro do próprio mês muitas vezes há esta quebra no fluxo de caixa da empresa, dependendo do dia de vencimento das parcelas.

Para isso, a partir de estudos criteriosos do fluxo de caixa do emitente, o estruturador deve tomar as medidas possíveis para tornar possível o pagamento das parcelas. Várias medidas podem ser tomadas como forma de garantir estes pagamentos, entre as quais duas devem ser destacadas:

a) A primeira é a criação de um fundo de amortização, constituído a partir de uma conta bancária especial, vinculada, representando uma ou mais parcelas, que serão utilizadas para pagamento das parcelas caso a empresa não consiga cumprir suas obrigações em determinado período. Os recursos desse Fundo de Amortização deverão ser mantidos investidos em títulos de baixo risco e liquidez imediata, sendo as cotas representativas desse investimento dadas em garantia.

b) Outra forma de garantir a liquidez da CCB é gerar um trânsito de recebíveis. O emitente se compromete a gerar um fluxo de recebíveis mensal (por exemplo) de um determinado valor/porcentagem, de modo que o Agente desta de conta possa controlar este fluxo. Caso ocorram inconformidades, o agente pode assim travar o repasse de recursos ao emitente, garantindo assim o pagamento das parcelas no período.

Como visto, as diferentes formas com que estas garantias podem ser estruturadas fazem com que cada caso deva ser estudado com extremo cuidado para que a estrutura da operação garanta realmente o recebimento dos direitos do portador da CCB. Ao mesmo tempo não prejudicando o emitente, lembrando que a quitação do título depende do sucesso do emitente.

Os riscos conjunturais são de difícil mensuração e quantificação. Entretanto, um estudo sobre o governo, o setor em que a empresa emitente atua e relação de ambas as partes deve ser elaborado. Caso o setor seja independente e estruturado, o risco de intervenções governamentais que venham a prejudicar a empresa é menor.



O risco de deterioração do crédito da emitente, também está vinculado a capacidade de pagamento do título e até mesmo a variação negativa do *rating* da operação (“*downgrading*”), que faz com que o título possa diminuir a liquidez frente ao mercado. A fim de garantir os pagamentos CCB, muitos *covenants* de ordem contábil (relacionados a índices) podem ser utilizados, dentre os quais os índices que meçam o grau de endividamento da empresa, exigindo que estes não ultrapassem os níveis estabelecidos, ou mesmo não contábeis, forçando o impedimento de contrair novas obrigações durante a vigência do título, a não ser com liberação do agente administrativo ou detentor da CCB.

Ainda, pode-se utilizar *covenants* que remetam a geração de caixa da empresa, como índices relativos a manutenção de capital de giro mínimo ou mesmo relacionados ao LAJIDA (Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), que visam garantir uma geração de caixa mínima.

Além de todos estes pontos e cuidados explanados acima, como garantia para uma CCB, as garantias reais e fidejussórias são um instrumento importantíssimo, quando levantada a necessidade destas.

Como forma de garantia real, quando possível, a alienação fiduciária aparece na maioria das vezes como melhor garantia em relação a bens imóveis, visto que esta já repassa antecipadamente a propriedade ao Credor, mas mantém o uso e posse com o Emitente devedor. Assim, a preferência para dos créditos privilegiados, os credores trabalhistas e fiscais (como no caso da hipoteca e do penhor), não são válidas, garantindo a prioridade do portador do título.

A fim de garantir o comprometimento dos principais e diretores, pode-se exigir também o aval destes, assim, caso estes não cumpram com cláusulas dos contratos emitidos pela CCB, podem ser pessoalmente penalizados.

Alguns outros riscos podem ser mitigados com a utilização das garantias acessórias. Estes *covenants* têm como principal objetivo garantir a qualidade do título para os investidores, visto que estas na grande maioria das vezes têm como penalidade o vencimento antecipado do título. Abaixo alguns exemplos de *covenants* bastante utilizados para a estruturação de CCBs:

- caso a emitente, ou qualquer empresa controlada ou coligada a esta tiver um título de sua emissão levado a protesto, ou mesmo for negativado em qualquer órgão de proteção ao crédito, como SPC ou SERASA;

- se ocorrer inadimplemento da CCB ou qualquer outra CCB emitida pela Emitente;

- se as garantias constituídas perderem ou tiverem diminuído seu valor e/ou eficácia, e não forem substituídas e reforçadas pela emitente, aceitas pelos demais agentes responsáveis e/ou pelo detentor da CCB;

- se a empresa deixar de apresentar balanços auditados;

- se a empresa deixar de apresentar os resultados da empresa, bem como quaisquer outros dados necessários para análise da empresa e cálculo dos índices dentro de um determinado período;

- se houver cisão, incorporação ou qualquer outra reestruturação societária sem o consentimento dos demais agentes e/ou detentor da CCB.

Enfim, pode-se notar que os *covenants* são bastante abrangentes, e podem ser utilizados em diversos casos distintos, sempre com o intuito de garantir mais tranquilidade ao investidor.

No que tange o fluxo de uma operação de CCB, desde a sua emissão até o pagamento final, vários pontos devem ser considerados. A figura 8 abaixo representa o fluxo correspondente a uma CCB emitida por pessoa jurídica e registrada na CETIP. Neste fluxo, algumas garantias estão postas para explicar o fluxo das mesmas, principalmente às ligadas à liquidez da CCB. Logo após, o fluxo é explicado passo a passo.

**Figura 8: Fluxo de uma CCB com garantias**

Fonte: Leme Investimentos (2009)

Estruturada a CCB, como o modelo acima, a emissão é realizada por um banco registrador, com ou sem coobrigação. A CCB é registrada na CETIP e o desembolso por parte do investidor já pode ser realizado de forma segura por intermédio do banco registrador e da CETIP, onde uma conta é aberta exclusivamente com esta finalidade.

Em relação aos recebíveis, os clientes (previamente selecionado) fazem os pedidos de fornecimento à empresa, e esta fornece os produtos encomendados, gerando assim as duplicatas performadas. Estas duplicatas são pagas em um banco cobrador, que tem como única função cobrar as duplicatas, e repassar estes pagamentos para a conta vinculada.

Deve-se ressaltar a trava de domicílio bancário com anuência do cliente, onde o cliente paga exclusivamente por depósito na conta vinculada determinada, dispensando assim a figura do banco cobrador. É uma prática amplamente difundida pelo mercado e sempre que possível adotada na operação.

Com o dinheiro na conta vinculada, o agente administrativo faz a gestão desta conta, controlando as duplicatas e seus vencimentos para projetar a capacidade pagamento da empresa e assim concluir se deve ou não liberar a quantia excedente (caso exista) na conta

vinculada. Além disso, o agente administrativo é responsável por gerir o fundo de amortização, caso a estrutura exija esta garantia adicional.

O agente administrativo e o agente de conta vinculada também são responsáveis pela transferência do dinheiro dos juros e parcelas ao detentor da CCB, no âmbito da CETIP.

Enfim, dentre os pontos apresentados, as mais variadas formas de garantir o sucesso de um título de crédito bancário, percebe-se a importância de um bom estruturador e todos os cuidados que este deve tomar frente aos mais diversos riscos que envolvem uma emissão. Percebe-se ainda que o investimento em CCBs pode sim ser um investimento seguro, mas exige bastante cuidado nos critérios de estudo e escolha destes títulos.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como tema de pesquisa a administração de riscos e estruturação de garantias em operações de títulos privados, em especial a CCB. Os riscos inerentes aos títulos de crédito privado, em especial a CCB, e suas possíveis formas de administração são bastante abrangentes, visto as peculiaridades que devem ser tomadas em consideração caso a caso.

Com base no tema apresentado, foram estabelecidos alguns objetivos. Como objetivo geral, propôs-se analisar os principais riscos que podem interferir no bom andamento de uma Cédula de Crédito Bancário, e assim levantar, do ponto de vista da estruturação, as melhores formas de administrar e mitigar estes riscos via um satisfatório pacote de garantias.

Para isso, focou-se a princípio no entendimento do Sistema Financeiro e suas principais características, onde verificamos que o sistema financeiro brasileiro já está intrinsecamente ligado ao sistema financeiro internacional, fazendo sua estrutura ser cada vez mais parecida com os principais pólos financeiros. A questão do crédito está diretamente ligada a este sistema, visto que sua evolução faz com que cada vez mais surjam novos produtos financeiros relacionados ao crédito privado direto, com o intuito de garantir cada vez mais retornos atrativos aos investidores. Com o advento da crise do *sub-prime*, a questão dos riscos destes produtos voltou à tona com muito mais intensidade. Os títulos de crédito privado direto aparecem assim como uma boa opção para os investidores, visto sua ampla gama de opções.

A CCB entra neste contexto. Desde seu surgimento em 1999 até nos dias de hoje, este título de crédito privado vem ganhando espaço ano após ano, principalmente após 2004, quando sua regulamentação foi completada.

Como foi esclarecido, a CCB distingue-se dos demais títulos de crédito privado principalmente por ser um título com uma amplitude maior que os demais, podendo ser pactuado em contrato todos os pontos que envolvem a operação, minimizando as dúvidas futuras que venham a ocorrer. Por ser um título executivo extrajudicial, e conseqüentemente considerado como de dívida líquida e certa, não necessitando de aval do juiz para cobrança; e

também por não ser considerado um valor mobiliário, fato que minimiza os custos de emissão deste título.

O terceiro capítulo teve como intuito ressaltar as principais formas de risco, e logo após apresentar a administração de riscos e as suas principais formas para mitigar estes riscos. Nisto estão inclusas tanto as garantias usuais quanto acessórias.

Diante destas informações, foi elaborado o quarto capítulo, onde se observou que a estruturação das emissões CCB requer muitos cuidados, em especial conquanto ao pacote de garantias. Dentre esses cuidados, a maior precisão no levantamento e quantificação dos riscos que podem influenciar adimplência ou não da CCB. Frente a estes riscos, buscou-se levantar a partir da administração de riscos, quais as formas possíveis de mitigar estes riscos. Aqui vale ressaltar o esforço em explicar tanto as garantias usuais de mercado, quanto as acessórias (*covenants*) que muitas vezes não são utilizadas de forma apropriada.

Regra geral pode-se concluir que na administração de riscos, a estruturação, tanto das garantias tradicionais quanto dos *covenants*, quando elaborada com cuidado, se mostrou um fator determinante para a boa liquidez do título durante sua vigência. Ainda, os *covenants*, pela flexibilidade que possuem, quando utilizados com inteligência, são capazes de mitigar muitos dos riscos identificados.

Pode-se concluir que o objetivo geral foi alcançado e pode-se afirmar que a questão geral de pesquisa desse trabalho também foi respondida. Ou seja, como pode um investimento em títulos de créditos privados como as CCBs ter uma estruturação baseada na administração de riscos capaz de minimizar o risco para os investidores? Conclui-se que, para uma CCB ter seus riscos mitigados, uma boa estruturação é fundamental, isto inclui um estudo cuidadoso sobre a empresa e requer o comprometimento de todas as partes envolvidas na emissão e acompanhamento deste título. A utilização das garantias tradicionais de mercado é uma importante ferramenta para minimizar estes os riscos inerentes a este título privado, mas não só estas garantem o sucesso da operação; os *covenants*, quando bem empregados, também facilitam o bom andamento da CCB. Além disso, a classificação dos *ratings* não podem ser esquecidas, pois a opinião externa de risco e qualidade do crédito também garante ao investidor maior qualidade ao título adquirido. Assim, diante de todos estes cuidados, pode-se verificar que estes os riscos podem ser administrados e conseqüentemente minimizados em operações de CCB.

## 5.1 RECOMENDAÇÕES PARA FUTUROS TRABALHOS

Como sugestão para futuros trabalhos, é interessante que sejam explorados assuntos que não estão no escopo dessa pesquisa, mas têm este trabalho como ponto de partida. Por isso, é conveniente que sejam estudados assuntos que não foram abordados devido às delimitações do trabalho. Pode-se sugerir:

- verificar se a administração de riscos é capaz de mitigar os riscos de outras espécies de títulos;
- pesquisar quais os principais *covenants* utilizados na estruturação de CCBs para pessoas jurídicas;
- elaborar uma comparação entre um ou mais títulos privados, buscando verificar qual possui a melhor relação risco - retorno para o investidor;
- analisar as classificações de *ratings* para títulos privados, verificando estas estão relacionadas com os prêmios pagos aos investidores.

Sendo assim, essas novas pesquisas podem fazer com que os estudos sobre títulos privados em geral, saiam de certa forma apenas da discussão legal que os permeia, e passem também a ser discutidos no âmbito econômico-financeiro, visto a importância do assunto para a área de estudo.

## REFERÊNCIAS

ABRÃO, Carlos Henrique. **Cédula de Crédito Bancário**. São Paulo: Edito Juarez de Oliveira: 2005

ANDRADE, Maria Margarida de. **Introdução à metodologia do trabalho científico: elaboração de trabalhos na graduação**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BAER, Monica. **O Rumo Perdido: A crise fiscal e financeira do Estado Brasileiro**. São Paulo: Paz e Terra, 1993.

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos deuses: a fascinante história do risco**. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

BODIE, Zvi, MERTON, Robert C. **Finanças**. Tradução: James Sudelland Cook. 1. ed. Porto Alegre: Bookman Editora, 2002.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. **Project-finance e infra-estrutura: descrição e críticas**. 2002 disponível em <http://www.bndespar.gov.br/SiteBNDES>. Acesso em 11/09/2009

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. **Covenants: Instrumento de Garantia em Project Finance**. Disponível em: [www.bndes.gov.br/SiteBNDES](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES). Acesso em: 11/09/2009

BRASIL, **Lei de Reforma Bancária nº 4.595/1964**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L4595.htm>. Acesso em 4/10/2009.

BRASIL, Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004. Disponível em: <http://legislacao.planalto.gov.br>. Acesso em 3/10/2009.

BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de crédito**. 12.ed. São Paulo: Atlas, 1996.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.



CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Mudanças no papel e nas estratégias do FMI e perspectivas para os países emergentes. In: FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. **Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta**. Petrópolis, RJ: Vozes, 2004. Cap. 5, p. 179-203.

CETIP – **Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos**. Disponível em [www.cetip.com.br](http://www.cetip.com.br). Acesso em 05/09/2009.

CAVALCANTE, F. MISUMI, J; RUDGE, L. **Mercado de Capitais: O que é, como funciona**. 6ª ed. São Paulo: Elsevier, 2005.

DEUTSCHE BANK. **Apresentação sobre a CCB**. [mensagem pessoal]. Mensagem recebida por <rodolfo@lemeinvestimentos.com.br> em 15/08/2009.

DUARTE JÚNIOR, Antonio Marcos. **Gestão de risco e derivativos: aplicações no Brasil**. Organização: Eduardo Facó Lemgruber, André Luiz Carvalhal da Silva, Ricardo Pereira Câmara Leal, Newton Carneiro Affonso da Costa Jr. São Paulo: Atlas, 2001.

EICHENGREEN, Barry. **A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000. 288 p.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 17. Ed. Rio de Janeiro: Qualimark, 2008.

GIL, Antonio Carlos, **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7.ed. São Paulo: Harbra Ltda, 2002.

HILLBRECHT, Ronald. **Economia Monetária**. São Paulo: Atlas, 1999.

ISHIKAWA, S; MELLAGI FILHO, A. **Mercado Financeiro e de Capitais**. 1 ed. São Paulo:Atlas, 2000.

JORION, Philippe. **Value at Risk: A Nova fonte de Referência para o Controle do Risco de Mercado**. 5. Ed. São Paulo: BM&F, 1998.

LEME INVESTIMENTOS. **Fluxograma da CCB**. [mensagem pessoal]. Mensagem recebida por <rodolfo@lemeinvestimentos.com.br> em 19/10/2009.

LEMES JÚNIOR, Antônio Barbosa, RIGO, Cláudio Miessa, CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. **Administração Financeira: princípios, fundamentos e práticas trabalhistas**. 2.ed. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

LIMA, Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua. **Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais: Condições de Inserção dos Países do Grupo da América Latina**. São Paulo: Biental, 1997.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas Bancos e Mercados Financeiros**. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

OLIVEIRA, Adalberto João Ferreira de. Método para avaliação de risco operacional em bancos. Florianópolis: UFSC, Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, 2004.

OLIVEIRA, G; PACHECO, M. **Mercado Financeiro: Objetivo e Profissional**. 1ª ed. São Paulo: Fundamento, 2006.

RIBEIRO, E, MENDES, L.S. Sistema Financeiro Nacional. In: GALVÃO, A. et al. **Mercado Financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

ROSA, Isabela Ramos Scussel. **Covenants: Instrumentos de garantia**. Disponível em: [http://www.direitobancariosc.com.br/index.php?option=com\\_content&view=article&id=12:covenants-instrumento-de-garantia&catid=1:geral&Itemid=2](http://www.direitobancariosc.com.br/index.php?option=com_content&view=article&id=12:covenants-instrumento-de-garantia&catid=1:geral&Itemid=2) Acesso em: 23/9/2009.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira – Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 1995.

SAGRES. **Cédulas de Crédito Bancário – CCB**. Disponível em [www.sagresdtvm.com.br](http://www.sagresdtvm.com.br) . Acesso em 15/10/2009.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo Dicionário de Economia**. São Paulo: Editora Best Sellers, 1999.

SANTOS, José Odálio dos. **Análise de crédito:** empresas pessoas físicas, agronegócio e pecuária. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2000.

SANTOS, Luciano Costa. **Manual para a elaboração do trabalho de conclusão de curso.** 2005. Apostila – (Curso de Graduação em Engenharia de Produção) – Universidade do Sul de Santa Catarina, Palhoça, 2005.

SILVA, Adolfo Henrique Coutinho e. **Escolha de práticas contábeis no Brasil:** uma análise sob a ótica da hipótese de *covenants* contratuais. São Paulo, 2008.

STANDARD & POORS. **Guide to Credit Rating Essentials.** Standard & Poors: 2009.

TOSCANO JUNIOR, Luiz Carlos. **Guia de referência para o Mercado Financeiro.** 4. Ed. São Paulo: El - Edições Inteligentes, 2004.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive accounting theory.** New Jersey: Prentice- Hall, Englewood Cliffs, 1986.