

## A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO DE OPERAÇÕES MERCANTIS

<http://dx.doi.org/10.21527/2237-6453.2022.58.11866>

Recebido em: 16/12/2020

Aceito em: 19/11/2021

Dusan Schreiber,<sup>1</sup> Fábio Azeredo Martins<sup>2</sup>

### RESUMO

A necessidade de financiamento de operações mercantis pode ser considerada uma realidade na maioria das atividades econômicas, independentemente do porte e forma de atuação no mercado. Um dos principais motivos é o desencontro dos prazos médios de recebimento e de pagamento, o que tensiona o fluxo de caixa, exigindo reforços constantes para manter o capital de giro em montante suficiente para arcar com as despesas correntes. O referido tensionamento ocorre em virtude da crescente pressão dos consumidores por prazos de pagamento alongados e a impossibilidade ou falta de flexibilidade de fornecedores em acompanhar o referido aumento do prazo, resultando em acréscimo de tempo durante o qual a empresa fica sem capital de giro em níveis adequados. O objetivo da pesquisa, cujos resultados subsidiaram a elaboração deste artigo, foi o de avaliar a viabilidade de introduzir a securitização de recebíveis como alternativa de financiamento de operações mercantis. A pesquisa foi realizada na cadeia de fabricação e distribuição de materiais elétricos e componentes eletrônicos, por meio de abordagem quantitativa, que foi considerada mais adequada para o alcance do objetivo do estudo. Para a pesquisa do tipo levantamento (*survey*) foram elaborados três questionários. O primeiro voltado a dez gestores comerciais de fabricantes, o segundo aplicado a dez gestores de empresas distribuidoras, e por fim, o terceiro aplicado a dez revendedores do setor. Os resultados evidenciaram que a securitização pode contribuir de forma positiva para diluir riscos e aumentar a capacidade de financiamento de operações dos atores envolvidos.

**Palavras-chave:** securitização de recebíveis; financiamento; operações mercantis.

### SECURITIZATION OF RECEIVABLES AS AN ALTERNATIVE FOR FINANCING MERCANTILE OPERATIONS

#### ABSTRACT

The need for financing commercial transactions can be considered a reality in most economic activities, regardless of the size and form of operation in the market. One of the main reasons is the mismatch of the average payment and incomes terms, which strains cash flow, requiring constant reinforcements to keep working capital in an amount sufficient to cover current expenses. This kind of tension occurs due to the increasing pressure from consumers for extended payment terms and the impossibility, or lack of flexibility, of suppliers to keep up with the referred term increase, resulting in an increase in time during which the company is without working capital in appropriate levels. The objective of the research, the results of which supported the preparation of this article, was to assess the feasibility of implementing securitization of receivables as an alternative for financing commercial transactions. The research was carried out in the manufacturing and distribution chain of electrical materials and electronic components. The results showed that securitization can contribute positively, to dilute risks and increase the financing capacity of operations of the actors involved.

**Keywords:** securitization of receivables; financing; market operations.

<sup>1</sup> Autor correspondente: Universidade Feevale. Rodovia RS-239 – Vila Nova – CEP 93525-075 – Novo Hamburgo/RS, Brasil. <http://lattes.cnpq.br/5088882022022801>. <https://orcid.org/0000-0003-4258-4780>. [dusan@feevale.br](mailto:dusan@feevale.br)

<sup>2</sup> Universidade Feevale. Novo Hamburgo/RS, Brasil. <http://lattes.cnpq.br/4092998668391273>. <https://orcid.org/0000-0003-0387-278X>

---

## INTRODUÇÃO

Nos últimos anos observou-se uma tendência de ruptura nas áreas econômica e social, transmutando os modelos tradicionais instituídos. Especialistas apontam que se aproxima a quarta revolução industrial guiada pela economia criativa e pelas novas tecnologias. Nesse contexto, destacam-se alguns mercados em plena expansão no cenário brasileiro, alavancados pela crescente oferta de prestação e serviços. Um exemplo é o mercado de venda, instalação e manutenção de bens duráveis. Este setor tem como característica principal o fluxo de cadeia indústria-distribuidor-revendedor e é a figura deste último que possui o importante papel de promover e vender produtos ao consumidor final, prestar o serviço de sua instalação, além de fazer futuras manutenções quando necessárias. Operam nesse fluxo de comercialização setores como o da segurança eletrônica, materiais elétricos de instalação, refrigeração e aquecimento de ambientes, indústria moveleira, entre outros.

Essa crescente oferta de revendedores e prestadores de serviços não tem apenas impulsionado a economia do mercado no qual estão inseridos, mas também o setor financeiro de sistemas de pagamentos por meios eletrônicos de cartão. Vale destacar que devido a fatos e à conjuntura econômica atual do país, tais empresas de prestação de serviços possuem baixo capital de giro e pouca capacidade de financiamento de seus estoques, além das dificuldades para propor melhor parcelamento em suas vendas. Ao constatar referida situação, os mercados de pagamentos por meios eletrônicos de cartão empreenderam esforços para tentar suprir tal falta de capital de giro.

Outro ponto a ser levantado é que o mercado de sistemas de pagamentos por meios eletrônicos de cartão caracteriza-se por ser de dois lados. Segundo Rochet e Tirole (2006), essa forma de realizar as transações eletrônicas tem como característica a existência de uma plataforma que organiza e permite o encontro de dois grupos distintos de consumidores, ou seja, os consumidores finais e os lojistas ou prestadores de serviços. Tal plataforma de relacionamento comercial, porém, criada pelos sistemas convencionais de pagamentos roda, na maioria das vezes, apenas a modalidade B2C, mais precisamente entre revendedores e consumidores finais.

Por outro lado, cadeias e redes, de diversos segmentos da indústria, que seguem o fluxo indústria-distribuidor-revendedor, operam às margens dos sistemas de pagamentos por meios eletrônicos de cartão, tendo à disposição apenas os meios convencionais ofertados pelos bancos comerciais como: depósito bancário, emissão de boletos, transferências bancárias, entre outros.

Essa cadeia indústria-distribuidor-revendedor possui anseios quanto ao desenvolvimento de seus relacionamentos comerciais, tais como: inadimplência, prazos de pagamento, *sell in* e *sell out*, volume de vendas e fluxo de caixa. Cooper, Lambert e Pagh (1997) incluem os fluxos de material, bens e informações em uma direção e os fluxos reversos de informações e recursos financeiro em outra. Quando se trata das questões financeiras, existem cadeias em que seus atores operam isoladamente em seus sistemas de créditos e bancos. Tal fenômeno limita o grau de informação da gestão de risco financeiro da cadeia, diminui os prazos de pagamentos e, conseqüentemente, aumenta o custo do capital de giro. Esses pontos, quando reunidos, trazem gargalos ao fluxo de vendas da rede, não permitindo a exploração de todo o seu potencial de escoamento.

Existe, no mercado de capitais, uma ferramenta de captação de recursos para capital de giro conhecida como Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), que são

fundamentados no papel de Sociedades de Propósitos Específicos (SPEs). Essa ferramenta baseia-se no uso de créditos a receber empregados como garantia e securitização no ato de tomar crédito. Segundo Bhattacharya e Fabozzi (1996), a securitização amplia possibilidades de captação de recursos e acesso ao financiamento com os originadores dos créditos, por um meio alternativo e eficiente, reduzindo custos e riscos de captação. De modo direcionado, tais mecanismos de securitização de recebíveis podem ser uma boa alternativa para esse mercado em questão. Por isso entende-se fundamental avaliar a viabilidade de instaurar a securitização de recebíveis como alternativa de financiamento de operações mercantis, que constitui o objetivo do estudo, cujos resultados embasaram a elaboração deste artigo.

O trabalho tem como base a elaboração de uma pesquisa aplicada, de caráter descritiva e quantitativa, focada num estudo de caso múltiplo com o intuito de correlacionar os fatos e fenômenos existentes na cadeia de comercialização.

## SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

Segundo Bhattacharya e Fabozzi (1996), a securitização amplia possibilidades de captação de recursos e acesso a financiamento com os originadores dos créditos, por um meio alternativo e eficiente, propiciando acesso direto ao mercado de capitais e reduzindo custos e riscos de captação.

Em tese, qualquer tipo de ativo que produza fluxo de caixa ou qualquer direito identificável a um fluxo de caixa previsível ao longo de um período é passível de securitização (COWLEY; CUMMINS, 2005).

Pode-se definir dois tipos de fluxos de recebíveis utilizados como lastro de operações de securitização no mercado. O mais tradicional conhecido como crédito performado, em que o fluxo já está constituído, ou seja, uma venda foi efetuada, um empréstimo foi realizado, um serviço foi prestado. O outro é o crédito não performado, quando o serviço ainda não foi prestado, mas é extremamente provável que aconteça. Um exemplo de crédito não performado é o caso de fornecimento de energia elétrica por distribuidoras (FAVERO JUNIOR, 2014). O presente trabalho dará ênfase nas operações de crédito performado.

A securitização de recebíveis ou ativos é a operação na qual direitos de crédito, heterogêneos e ilíquidos, são combinados para formar um conjunto relativamente homogêneo, e transformados em títulos ou valores mobiliários negociáveis (AMBROSE; LACOUR-LITTLE; SANDERS, 2005). Já Greenbaum e Thakor (1987, p. 379) definem que “é um neologismo utilizado para descrever a transformação de créditos financeiros ilíquidos, frequentemente detidos por intermediários financeiros, em títulos negociáveis”. Os resultados da pesquisa de Fossá *et al.* (2020) demonstram, e confirmam, a relevância do crédito e do financiamento, especialmente para as micro e pequenas empresas, em virtude da escassez ou reduzida disponibilidade de recursos financeiros.

Caríssimo, Corgosinho e Santos (2021) destacam a importância de um consistente fluxo de caixa, bem como de ações que uma organização, seja ela pública ou privada, deve pôr em prática, para evitar condição de fragilidade financeira, que poderia comprometer a sua capacidade operacional e no caso de governo de prestação de serviços e impedir o acesso a crédito. Os autores Botta *et al.* (2021) realizaram uma pesquisa cujos resultados facultaram a

percepção de que quanto mais alto o nível de crédito, acompanhado de ações de securitização, maior será o potencial de geração de desenvolvimento econômico.

Oyetade, Obalade e Muzindutsi (2020) evidenciaram os benefícios gerados por engajamento de bancos comerciais de pequeno porte em atividades de securitização, com redução de riscos e estímulo ao desenvolvimento local. Os autores Black, Krainer e Nichols (2020) conduziram a pesquisa que demonstrou que as operações de securitização, quando comparadas com demais alternativas de financiamento, tiveram menor nível de inadimplência, bem como de renegociação.

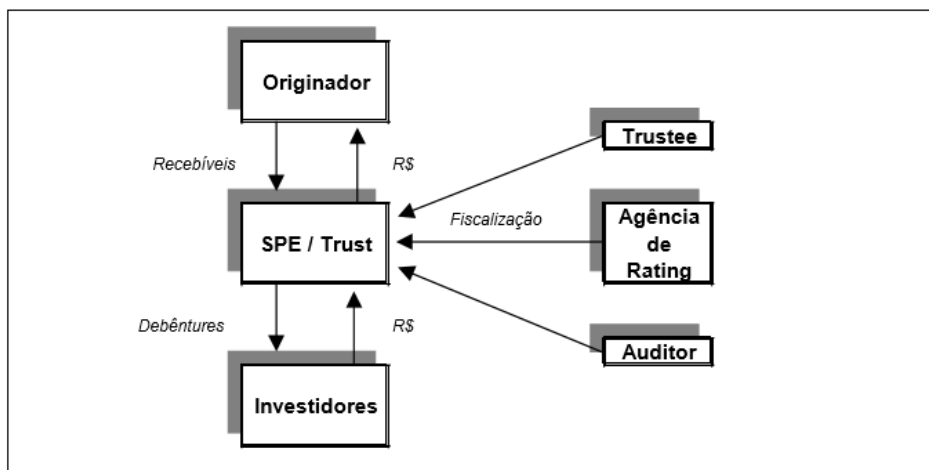
Os resultados do estudo realizado por Keenan (2020) evidenciaram que as operações de securitização, entre as alternativas de financiamento disponíveis, para as micro pequenas empresas, no caso de *pubs* na Inglaterra, mostraram-se como a opção mais adequada, evitando encerramento de diversas operações, devido ao seu *modus operandi* e foco. Braun (2020) investigou a politização dos sistemas de securitização e de financiamento no período de crises econômicas, por meio de interesses combinados entre os agentes financeiros e atores políticos, com foco nas relações de poder constituídas, reforçando, no entanto, a relevância e adequação da ferramenta de securitização para estimular e fortalecer as empresas, principalmente as de micro e pequeno porte.

É possível afirmar que o processo de securitização, em sentido amplo, impacta diretamente no modelo clássico de intermediação financeira, desenhado para que o intermediário financeiro sirva de canalizador de recursos entre aplicadores ou depositantes e tomadores (ALLEN; SANTOMERO, 1997). Dessa forma, os ativos financeiros são apartados e transferidos de uma entidade, chamada de cedente (originador ou não), para uma outra, denominada de Sociedade de Propósito Específico – SPE – também chamada de Entidade de Propósito Específico – EPE (FAVERO JUNIOR, 2014).

A SPE emite títulos ou valores mobiliários para investidores no mercado de capitais, utilizando, como lastro, o fluxo de caixa dos ativos transferidos. Os recursos captados são repassados ao cedente como contraprestação pela transferência inicial dos ativos (LUXO, 2010).

A estrutura necessária para tal operação envolve os seguintes elementos contidos na Figura 1:

Figura 1 – Estrutura básica da securitização de recebíveis



Fonte: SECURATO (2002, p. 342).

Quando decidem pela realização de uma securitização de recebíveis, os cedentes buscam obter os seguintes benefícios (BORGES, 1999): (i) Financiamento do capital de giro; (ii) Obtenção de financiamento com altos volumes de recursos e prazos mais dilatados; (iii) Custo de oportunidade mais atrativo que as formas tradicionais de empréstimos bancário; (iv) Diversificação dos financiadores, ou seja, ampliação da base de investidores (fundos de pensão, seguradoras, etc.); (v) Melhoria da apresentação de suas demonstrações financeiras e índices financeiros.

Dessa forma, o cedente origina ativos financeiros (direitos creditórios) por meio de suas operações comerciais, industriais ou financeiras com seus clientes. Esses ativos financeiros originados são transferidos para uma SPE, a qual emite títulos para o mercado lastreados no fluxo de caixa gerado pelos ativos transferidos, com os títulos emitidos sendo adquiridos por investidores (FAVERO JÚNIOR, 2014). Tal fluxo fica segregado ao exclusivo depósito na conta corrente da SPE (LUXO, 2010).

## A SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO – SPE

Santos e Carmona (2017, p. 138) definem SPE como a sociedade cujo objeto social é limitado a um fim específico e cuja razão de existência é unicamente o cumprimento desse propósito, findo o qual dissolve-se a sociedade. A SPE não dispõe de um interesse empresarial propriamente produzido e não cumpre um objeto social ordinário, tendo uma “vida” cronometrada. Na verdade, essas sociedades são instituídas para cumprir mera etapa de um projeto, ou, por vezes, para desenvolver um projeto especial. Normalmente, cumprido esse projeto, o seu destino é a liquidação (BORBA, 2004).

A SPE não consiste em um novo tipo societário, sua denominação reflete apenas e tão somente o objetivo de sua constituição, que é a realização de um negócio específico (COELHO, 2007). Segundo Chinen (2008) e Coelho (2007), a figura do *trustee* também cumpre o mesmo papel da SPE. Ela é largamente utilizada em países de origem anglo-saxônica, não existindo essa figura jurídica em países de Direito Romano como o Brasil.

Sendo assim, a SPE é constituída especificamente para receber créditos dos cedentes e transformá-los em valores mobiliários por meio da emissão de títulos. Esses títulos, geralmente debêntures, são emitidos possuindo como garantia o fluxo de recebíveis, constituindo-se para os investidores numa aplicação de recursos financeiros com risco de crédito atrelado ao pagamento ou liquidação do fluxo de recebíveis (LUXO, 2010).

É importante que a SPE seja estruturada de forma que minimize as possibilidades de disputas entre credores e o cedente, isolando os ativos contra o risco de uma eventual insolvência do cedente (LANDSMAN; PEASNELL; SHAKESPEARE, 2008). A SPE reflete única e exclusivamente a execução de um negócio específico, garantindo que seja afastado o risco de falência do cedente dos ativos transferidos (COELHO, 2007).

Pode-se dizer que a figura da SPE é o centro organizador de uma estrutura de *Project Finance*. Esse instrumento objetiva o fomento privado do desenvolvimento econômico de negócios específicos. Nos EUA, essas sociedades são instituídas a fim de financiar a expansão de pequenas empresas já existentes e incentivar a formação de novas (FERRAZ; NEVES, 2014).

Quando vislumbrado o cenário brasileiro, Morettini e Golçalves (2014) abordam que os países emergentes apresentam falhas em suas estruturas econômicas e sociais, de modo que

a rentabilidade dos investimentos não é suficientemente atrativa para o setor privado. Nesse sentido, Santos e Carmona (2017, p. 141) afirmam que é necessário que ocorram aportes legais, políticos, institucionais ou financeiros por parte do Estado com o notório fato de suprir lacunas de fomento e promoção dos agentes produtivos, em especial das Micro e Pequenas Empresas (MPE).

Nesse sentido, Santana e Guimarães (2009) convergem com a ideia de que as SPEs estão ligadas diretamente ao aumento da participação das MPEs no mercado, por meio da formação de uma estrutura capaz de diluir o risco jurídico e econômico. O sucesso de uma SPE depende de sua capacidade de atrair investimentos (aportes financeiros, tecnológicos, patrimoniais, etc.) dos agentes privados, para fomento das MPEs.

Dentro desse universo, Santos e Carmona (2017) e Coase (1961) partem do princípio que para atrair os investimentos é importante que um ambiente favorável seja criado, onde haja a menor parcela de risco possível. Quando ocorre a mudança do aparelho estatal, como um agente interveniente para agente fomentador e regulador, cria-se um cenário de reduções dos custos das transações, que é chamado de custo social. No Brasil, os custos de transações muitas vezes superam a lucratividade da atividade societária, o que gera a imprevisibilidade econômica dos setores.

## INVESTIDORES

Os investidores são atores que aplicam seus recursos financeiros em negócios, ou ativos, esperando obter lucros, observando-se que o principal investidor no mercado de securitização são investidores institucionais que procuram equilibrar sua alocação de investimentos em setores distintos (ALCAIRE, 2013).

A securitização possibilita ao investidor uma oportunidade de diversificar os investimentos de renda fixa em vários novos segmentos, oferecendo melhores alternativas do que os títulos emitidos pelos bancos comerciais (LUXO, 2010). O repasse dos recursos da SPE para os investidores pode ser feito em duas diferentes estruturas denominadas de *pass-through* e de *pay-through* (FAVERO JÚNIOR, 2014).

Hein *et al.* (2020) evidenciaram a relevância de aspectos considerados pelos investidores, com destaque para a confiança em ferramentas de gestão adequadas e informações precisas acerca de fluxo de recursos financeiros, que facilitam identificar o valor criado.

Na estrutura *pass-through* os fluxos de caixa gerados pelos ativos transferidos são repassados diretamente para todos os investidores de forma equitativa, com base na divisão *pro-rata* de sua participação, na mesma frequência e condições em que são gerados pelos ativos. Não há diferentes classes de títulos emitidos pela SPE. Essa estrutura é encontrada normalmente em SPEs constituídas por meio de *trusts* (KOTHARI, 2006).

Na estrutura *pay-through* não há equidade de distribuição entre os investidores. Os títulos dão direitos diferenciados de recebimento, com a distribuição sendo feita de acordo com regras de priorização pré-especificadas, em que os pagamentos são efetuados em datas predeterminadas, independentemente da data de recebimento do fluxo de caixa dos ativos lastro (GORTON; SOULELES, 2005). Os investidores, neste tipo de estrutura, não possuem interesse direto nos ativos lastro, acarretando que a SPE pode manipular o fluxo de recebimentos em fluxos de

pagamentos separados e distintos, podendo, inclusive, aplicar qualquer excedente ainda não repassado aos investidores. Os títulos emitidos pela SPE possuem diferentes direitos (tranches), havendo privilégios no recebimento de juros e principal e na ordem de absorção de perdas (KOTHARI, 2006).

## AGENTE FIDUCIÁRIO (*TRUSTEE*)

O agente fiduciário, conhecido como *trustee*, é o responsável, por delegação, para supervisionar a operação de securitização e zelar pela proteção dos direitos dos investidores dos valores mobiliários. A relevância da função do agente fiduciário está na confiabilidade depositada pelo investidor, por ser delegada a pessoas naturais com ilibada reputação para o exercício do cargo em instituição financeira autorizada pelo Bacen (CANÇADO; GARCIA, 2007).

O agente exerce uma função exclusiva e não pode estar vinculado a nenhuma outra tarefa, título e, também, a outra instituição ou sociedade. Sua contratação é obrigatória quando da instituição do regime fiduciário sobre os créditos que dão lastro aos títulos imobiliários. Tem como atribuição específica, em períodos predeterminados, emitir aos investidores relatórios com o exame formal financeiro, dos índices do desempenho operacional da carteira e os resultados das auditorias internas (GAGGINI, 2003).

Os poderes conferidos aos agentes fiduciários, para representar os titulares dos valores mobiliários, inclui a quitação após o recebimento dos valores gerados pela operação, tendo, entre outras atribuições, a de administrar o patrimônio em separado da securitização, no caso de insolvência da securitizadora (VEDROSSI; MONETTI, 2002). O gestor dos ativos da securitização tem como principal função a responsabilidade de realizar a cobrança e o processamento dos recebíveis. É uma empresa contratada pela securitizadora para administrar a carteira de créditos (CANÇADO; GARCIA, 2007).

## AGÊNCIA DE RATING

As agências de classificação de risco, mais conhecidas como agências de *rating*, fornecem aos investidores, mutuários e emitentes uma prospecção mais acurada para uma tomada de decisão quanto a um financiamento ou a um investimento a ser realizado. Essas agências são responsáveis por avaliar o risco de inadimplemento de um devedor, seja ele um Estado soberano, uma pessoa jurídica de direito interno público ou privado, ou até mesmo um indivíduo (CANÇADO; GARCIA, 2007).

Embora as agências de *rating* não sejam submetidas à regulação de um órgão como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ou Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec), alguns dispositivos legais emitidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid) fazem menção à atividade de classificação de risco. Em certos casos, eles recomendam sua utilização na captação de recursos (VEDROSSI; MONETTI, 2002).

Para que uma agência de *rating* exerça um papel significativo, ela deverá ter uma boa reputação, que desperte a confiança do mercado. Essas são condições relevantes para atribuir

eficiência e maior lucratividade às captações de recursos. Enfim, a confiança que o mercado nela deposita não está diretamente relacionada à regulação estatal, mas à reputação adquirida pela qualidade dos serviços prestados (GAGGINI, 2003).

Essencialmente, desempenha o papel de avaliador fidedigno, com especialização em risco de crédito, numa determinada operação para a emissão de um parecer de risco dirigido aos investidores. Essas agências avaliam a situação econômica e financeira do originador dos créditos, o nível de confiabilidade da SPE, a qualificação da carteira de recebíveis, os pareceres emitidos por auditores e, também, documentação do agente fiduciário (VEDROSSI; MONETTI, 2002).

## AUDITOR

Os auditores são os responsáveis por auditorias e certificação de conformidade e autenticidade das documentações provenientes dos originadores, dos emissores e dos órgãos destinados à cobrança dos títulos e pela emissão de relatórios de consubstanciação e pareceres técnicos. Na securitização é vital o auditor independente, pois seus relatórios de análises dos procedimentos contábeis das companhias permitem ao investidor verificar a veracidade das informações relatadas pela entidade emissora. Tal função assume maior relevância diante da emissão de valores mobiliários por companhias abertas e a participação de fundos de investimentos em direitos creditórios (CANÇADO; GARCIA, 2007).

As demonstrações financeiras das companhias abertas observarão, ainda, as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e serão obrigatoriamente submetidas à auditoria por auditores independentes nela registrados (GAGGINI, 2003).

A CVM é a responsável pela fiscalização do perfeito funcionamento das securitizadas, porém os auditores independentes, homologados, e desligados de funções do Estado, são os responsáveis por examinar as demonstrações financeiras e a posição patrimonial das companhias, tudo em conformidade com as legislações em vigor. A finalidade do auditor é proporcionar maior segurança às operações e tem como objetivo coletar e informar publicamente os dados resultantes da carteira aos investidores, além de prover de informações as agências de *rating* (CANÇADO; GARCIA, 2007).

A auditoria independente é essencial à manutenção da integridade dos papéis, às informações sobre as movimentações financeiras e dos ativos em um determinado período. Uma auditoria qualificada das demonstrações contábeis deve enfatizar a análise dos sistemas de controle internos das diversas áreas, dos procedimentos contábeis adotados e dos critérios e procedimentos relacionados com as obrigações tributárias, trabalhistas e previdenciárias, abrangendo um papel que vai além da agência reguladora (GAGGINI, 2003).

## METODOLOGIA

A metodologia é uma ferramenta que tem como objetivo a busca pelo conhecimento por meio da padronização dos processos. Segundo Prodanov e Freitas (2009, p. 19), “a metodologia científica preconiza uma série de regras através das quais o conhecimento deve ser obtido”. Seguindo um método científico os resultados do estudo tornam-se confiáveis, possibilitando apresentar a comprovação do que se afirma. “Método científico é um conjunto de procedi-



mentos por intermédio dos quais se propõe os problemas científicos e colocam-se à prova as hipóteses científicas” (LAKATOS; MARCONI, 1999, p. 45).

Este estudo constitui-se como uma pesquisa de natureza aplicada, com a abordagem do problema de forma quantitativa, exploratória e descritiva, com a aplicação de procedimentos embasados teoricamente nos estudos de Kassai e Kassai (2001), Miranda (2017), Copeland, Koller e Murrin (2000), Prodanov e Freitas (2009) e Lakatos e Marconi (1999).

A natureza do presente trabalho é aplicada, pois objetiva gerar conhecimentos para aplicação prática dirigidos à solução de problemas específicos, ou seja, analisar a securitização de recebíveis como alternativa de financiamento de opções mercantis. A abordagem quantitativa foi julgada como a mais adequada pelos autores da pesquisa, com base na necessidade de obter a percepção de, no mínimo, dez respondentes de cada um dos três segmentos, a saber, fabricantes, distribuidores e revendedores. A pesquisa pode ser considerada exploratória em virtude do intuito de aumentar o conhecimento sobre o fenômeno investigado.

A pesquisa é classificada como descritiva, pois tem como objetivo observar, registrar e analisar os dados coletados, sem manipulá-los, e utilizando como técnicas de coleta de dados: entrevistas, formulários, questionários e a observação. De acordo com Cervo *et al.* (2007) e Prodanov e Freitas (2009), a pesquisa descritiva visa a descrever os fatos observados em campo, sem que o pesquisador interfira nestes.

Seguindo as recomendações de autores que versam sobre procedimentos metodológicos, optou-se pela realização de *survey*. Gil (2008), ao discorrer sobre a *survey*, ressalta que ela representa uma abordagem quantitativa, direcionada a um grupo de indivíduos que compõem a amostra de um universo, previamente definido. Gerhardt e Silveira (2009, p. 39) afirmam que a pesquisa de levantamento (*survey*): “É a pesquisa que busca informação diretamente com um grupo de interesse a respeito dos dados que se deseja obter. Trata-se de um procedimento útil, especialmente em pesquisas exploratórias e descritivas”. A análise quantitativa delinea a força do mercado determinando a demanda, receita e custos que serão projetados para a consolidação deste projeto de viabilidade, considerando que há uma relação dinâmica entre o mundo real e o sujeito (SILVA; MENEZES, 2005).

Para a pesquisa do tipo levantamento (*survey*) foram elaborados três questionários. O primeiro voltado a dez gestores comerciais de fabricantes, o segundo aplicado a dez gestores de empresas distribuidoras, e por fim, o terceiro aplicado a dez revendedores do setor. Essa amostra permitiu diagnosticar a situação econômico-financeira de cada agente da cadeia, possibilitando uma melhor compreensão do setor estudado.

O universo pesquisado foi o de cadeias de produção fabricante-distribuidor-revendedor do segmento de equipamentos de segurança eletrônica, divididos nos três níveis da cadeia. De acordo com Lakatos e Marconi (1999, p. 108), “a delimitação do universo consiste em explicar que pessoas ou coisas, fenômenos, etc., serão pesquisados, enumerando suas características comuns, como por exemplo, sexo, faixa etária, organização a que pertencem e comunidade onde vivem, etc.”.

Utilizou-se, nesta pesquisa, uma amostragem não probabilística por acessibilidade ou por conveniência, a qual Prodanov e Freitas (2009) definem como sendo um tipo de amostragem menos rigorosa. Nesse sentido, o pesquisador escolhe os elementos aos quais tem acesso e pode considerá-los representativos no seu universo.

A pesquisa de campo foi realizada em três momentos distintos. No primeiro momento sendo selecionados dez gestores comerciais nacionais de fabricantes das principais marcas de segurança eletrônica do mercado por meio da plataforma LinkedIn. Por essa mesma plataforma foi efetuado o envio do questionário eletrônico (*survey*), elaborado por meio do Google Forms. O questionário contendo 13 questões foi aplicado entre os dias 8/2/2019 e 8/3/2019.

No segundo momento foram destacados dez distribuidores de produtos eletrônicos, com foco em segurança eletrônica, clientes dos fabricantes entrevistados. Tais atores foram submetidos a um questionário (*survey*) respondido presencialmente, contendo 13 questões e aplicado entre os dias 8/2/2019 e 15/4/2019.

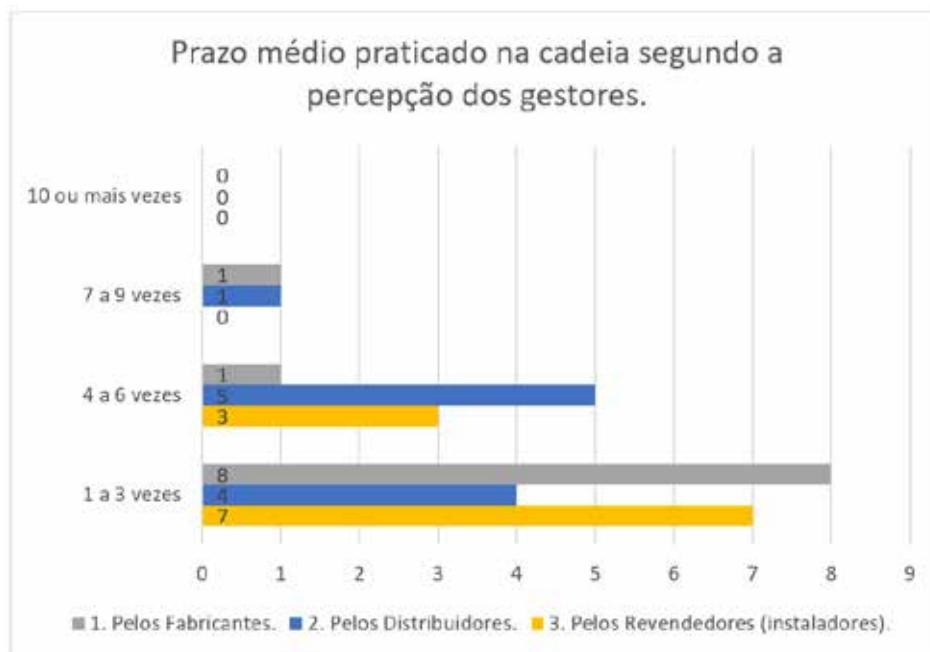
No terceiro momento foram abordados dez proprietários de empresas revendedoras de produtos de segurança eletrônica, potenciais clientes dos distribuidores citados neste trabalho. Tais revendedores foram submetidos ao questionário (*survey*) composto por dez questões. Os questionários foram aplicados aos revendedores entre os dias 8/2/2019 e 19/4/2019.

A análise dos resultados foi realizada por meio de estatística bivariada, descritiva.

## ANÁLISE DOS RESULTADOS

No que se refere à percepção dos gestores, no tocante aos prazos médios de pagamento oferecidos pelos fabricantes, distribuidores e revendedores/instaladores, constatou-se que para oito gestores, os fabricantes praticam prazos de pagamento de uma a três vezes. Sobre os prazos praticados pelos distribuidores há uma leve vantagem para a opção de prazos de quatro a seis vezes, que ficou com cinco das dez respostas. Já para os revendedores/instaladores a percepção dos gestores definiu-se em sete das dez respostas para o prazo de uma a três vezes.

Gráfico 1 – Prazo médio praticado nos diferentes níveis da cadeia segundo a percepção dos gestores



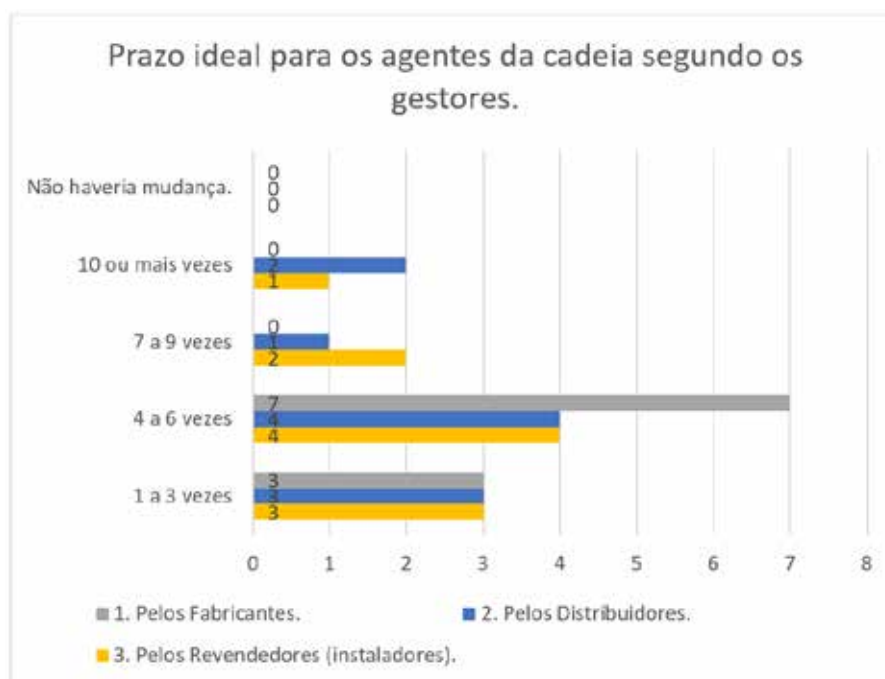
\*Base: 10 participantes

Fonte: Elaborado pelos autores.

Segundo Roccato (2008), os distribuidores buscam visualizar subsídios pelo fabricante para venda parcelada aos revendedores e clientes finais, mediante prazos maiores de pagamento. Esses dados indicam que na visão dos gestores dos fabricantes, os distribuidores acrescentam prazo quando vendem aos revendedores, sugerindo uma injeção de financiamento na cadeia por parte do distribuidor. Esse fato evidencia inexistência de uma gestão colaborativa do capital de giro, nem de gerenciamento de caixa na cadeia (HOFMANN; KOTZAB, 2010). Esta percepção vem ao encontro de constatação dos autores Fossá *et al.* (2020) e Caríssimo, Corgosinho e Santos (2021), que destacam a relevância do crédito para a preservação do capital de giro e consequentemente da manutenção da normalidade operacional das organizações, notadamente das de pequeno porte.

A opinião dos gestores acerca dos prazos ideais em cada nível da cadeia, para se obter o máximo potencial de vendas em cada nível, tanto dos fabricantes quanto dos distribuidores e revendedores/installadores, é que deveriam ser de quatro a seis vezes, recebendo sete, quatro e quatro respostas, respectivamente.

Gráfico 2 – Prazo médio ideal para máximo potencial da cadeia na visão do gestor



\*Base: 10 participantes

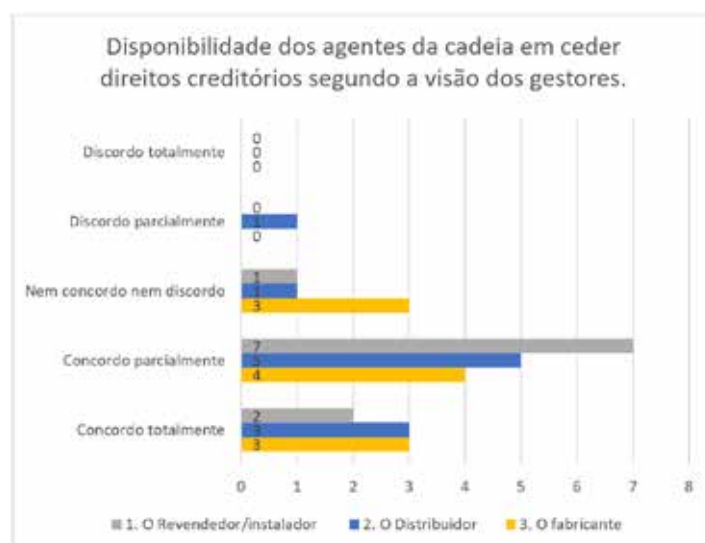
Fonte: Elaborado pelos autores.

Pode-se destacar também que a opção de uma a três vezes recebeu três respostas em cada nível da cadeia. Esses dados sugerem uma percepção dos gestores dos fabricantes de que a cadeia necessita de melhores prazos para obter um maior rendimento financeiro, indo ao encontro das afirmações de Engel, Blackwell e Miniard (2000) e Solomon (2016), de que os prazos de pagamento alongados favorecem o crescimento econômico da cadeia. Estes resultados corroboram a percepção de Botta *et al.* (2021) acerca da contribuição positiva da adoção crescente do sistema de securitização para o desenvolvimento econômico, por meio de disponibilidade de maior volume de recursos financeiros para a cadeia produtiva.

A questão seguinte procurou avaliar a percepção dos gestores acerca de fatores que podem influenciar negativamente no desenvolvimento econômico da cadeia. Na opinião de seis dos dez gestores, o baixo capital de giro de um distribuidor influencia totalmente como fator negativo para o desenvolvimento econômico da cadeia. Já o baixo capital de giro do revendedor/instalador ficou com quatro respostas como influenciando totalmente e quatro respostas como influenciando parcialmente. Assaf Neto e Lima (2011) destacam o desenvolvimento de estratégias para o gerenciamento do capital de giro como fator essencial para a sobrevivência de uma empresa. Na opinião de cinco dos dez gestores, dado que tal fator influencia parcialmente quando o fabricante, distribuidor e revendedor oferecem baixos prazos de pagamento. Segundo Durski (2003), o baixo capital de giro impede a oferta de melhores prazos, o que reduz a capacidade de crescimento econômico da cadeia. Oyetade, Obalade e Muzindutsi (2020) afirmam que o referido processo passa, obrigatoriamente, pela análise e avaliação de risco de crédito, que se não assumido pela rede de varejo do sistema financeiro deverá ser internalizado por atores mais representativos da cadeia de produção e distribuição.

No tocante à transferência de direitos creditórios na cadeia foi criada uma situação hipotética na questão, a fim de ilustrar de uma maneira simples o funcionamento do sistema de transferência de créditos e como funcionaria, de forma básica, na cadeia de comercialização em questão. Na sequência foram lançadas nove afirmativas em que o gestor deveria assinalar qual seu grau de concordância com tais afirmativas, utilizando a escala de concordância do tipo Likert. Conforme Pfohl e Gomm (2009), a otimização do financiamento entre empresas, bem como a integração dos processos de financiamento com clientes, fornecedores e prestadores de serviços, objetiva aumentar o valor de todas as empresas participantes da cadeia. Bhattacharya e Fabozzi (1996) também acrescentam que a securitização amplia possibilidades de captação de recursos e acesso a financiamento com os originadores dos créditos, por um meio alternativo e eficiente, reduzindo custos e riscos de captação. Esta percepção é compartilhada por autores como Black, Krainer e Nichols (2020) e Keenan (2020).

Gráfico 3 – Disponibilidade dos agentes da cadeia em ceder ou receber os direitos creditórios segundo a visão dos gestores



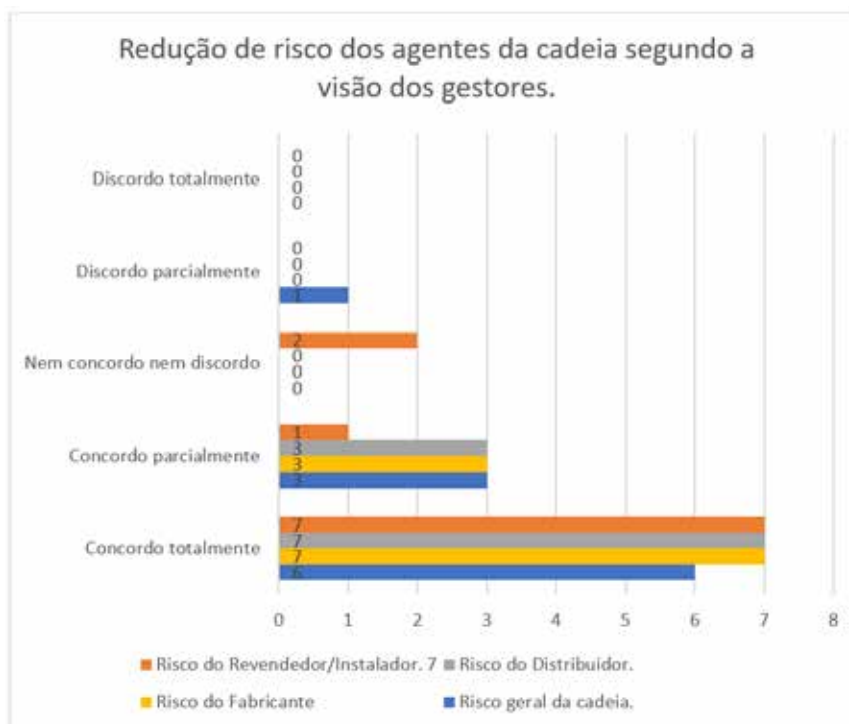
\*Base: 10 participantes

Fonte: Elaborado pelos autores.

Foi possível perceber que sete dos dez gestores concordam parcialmente que o revendedor estaria parcialmente disposto a ceder os seus direitos creditórios. Sobre os distribuidores, a maior concentração de respostas, cinco das dez, também direcionando para uma concordância parcial de que o distribuidor estaria disposto a ceder os direitos creditórios. Já na questão envolvendo o fabricante, as opiniões ficaram divididas, sendo três respostas para nem concordo nem discordo, três respostas para concordo parcialmente e quatro para concordo totalmente. No balanço geral, os gestores concordam parcialmente que os agentes da cadeia estariam dispostos a ceder ou receber direitos creditórios.

Usando a percepção, os gestores dos fabricantes concordam parcialmente com os autores Fetter e Lemos (2014), que dizem que empresas que apresentam uma estratégia ajustada para administrar o seu capital de giro podem obter redução dos custos de financiamento de suas operações, minimizando riscos e aumentando o retorno esperado sobre os investimentos efetuados.

Gráfico 4 – Redução do risco financeiro dos agentes da cadeia segundo a visão dos gestores



\*Base: 10 participantes

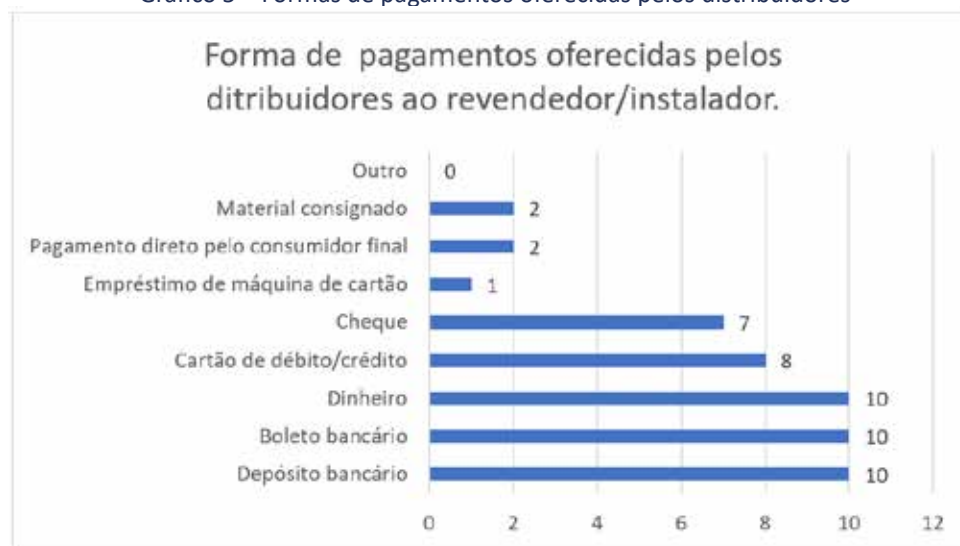
Fonte: Elaborado pelos autores.

Constatou-se que sete dos dez gestores concordam totalmente que o risco financeiro individual do revendedor, do distribuidor e dos fabricantes diminuiria. Outra parcela concordou parcialmente que os riscos dos agentes diminuiriam. Para dois gestores a opinião ficou em nem discordo nem concordo para a redução do risco por parte do revendedor. Para o risco geral da cadeia seis dos dez gestores concordam totalmente com a redução do risco, enquanto três concordam parcialmente e um discorda parcialmente. De forma geral, é possível afirmar que os gestores concordam totalmente que tanto individualmente como na cadeia geral, o risco econômico diminuiria com um sistema de transferência de direitos creditórios. Os gestores percebem os benefícios de um sistema de transferência de direitos creditórios ao atrelarem a

redução do risco dos agentes da cadeia com uma possível instituição do sistema. Os dados corroboram os argumentos apresentados por Duarte Júnior (2005), que definem o risco de crédito como uma medida de perdas potenciais decorrentes de uma obrigação não honrada, resultando em perda financeira. A percepção geral dos gestores dos fabricantes evidencia a concordância parcial em todas as afirmativas que indicavam benefícios na cadeia com a prática do sistema. Essa visão geral dos gestores dos fabricantes sugere que há espaço para melhorias no ciclo financeiro da cadeia (PFOHL; GOMM, 2009). Este tipo de alinhamento também geraria atração de investidores, com base na redução de risco percebido, como salientam Hein *et al.* (2020).

Em relação às formas de pagamentos oferecidas pelos distribuidores aos revendedores/instaladores, as tradicionais (depósito bancário, boleto bancário e dinheiro, que foi destacada por todos os gestores, o cartão de débito/crédito e cheque) ou alternativas (empréstimo de máquina de cartão, faturamento direto ao consumidor final e material consignado), percebeu-se que as tradicionais ainda predominam, com 90% das respostas, contra 10% das respostas dos meios alternativos.

Gráfico 5 – Formas de pagamentos oferecidas pelos distribuidores



\*Base: 10 participantes

Fonte: Elaborado pelos autores.

Mesmo, no entanto, predominando os meios tradicionais de pagamento, é possível perceber que há uma variação dos sistemas na cadeia, o que mostra que os fluxos financeiros estão desalinhados (WALLMEIER, 2004). A falta de integração, nos sistemas de recebimento, limita o potencial financeiro da cadeia, conforme já evidenciado por Wallmeier (2004), Pfohl e Gomm (2009) e Durski (2003).

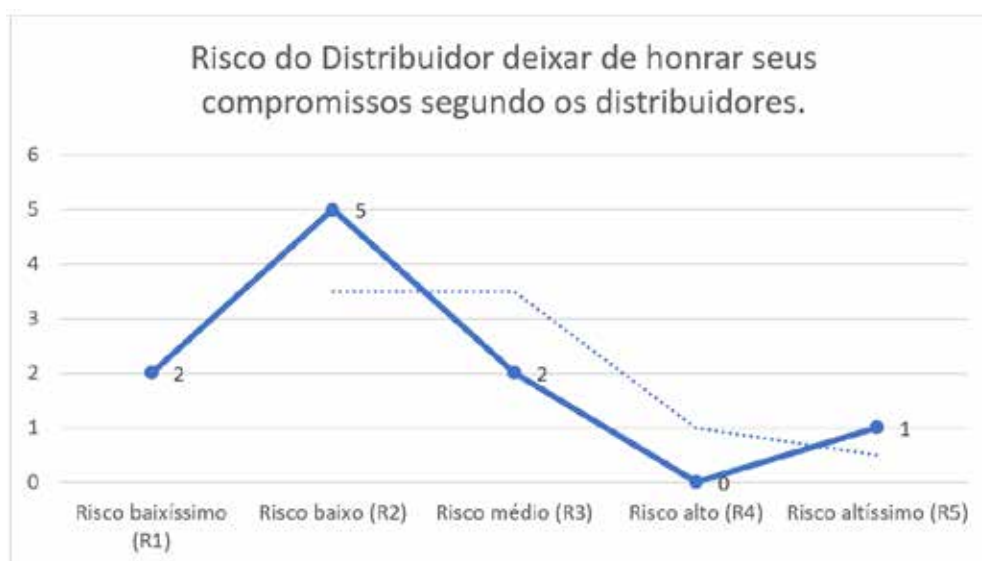
Para oito dos dez distribuidores, os fabricantes praticam prazos de pagamento de uma a três vezes; para os outros dois respondentes, os fabricantes praticam prazos de quatro a seis vezes. Sobre os prazos praticados pelos distribuidores, a opção de prazos de uma a três vezes ficou com sete das dez respostas, sendo que as outras três respostas ficaram para o prazo de quatro a seis vezes. Já para os revendedores/instaladores, a percepção dos distribuidores definiu-se em seis das dez respostas para o prazo de quatro a seis vezes, duas respostas para uma a três vezes e uma resposta para sete a nove vezes e dez ou mais vezes.

Esses dados indicam que na visão geral dos distribuidores são os revendedores que acrescentam prazo quando vendem ao cliente final, sugerindo uma injeção de financiamento na cadeia por parte do revendedor. Esse fato evidencia, novamente, a inexistência de uma gestão colaborativa do capital de giro, nem de gerenciamento de caixa na cadeia (HOFMANN; KOTZAB, 2010). O cliente final é o elo base da cadeia, pois dele vem toda a capacidade financeira de sustentar o setor do qual é consumidor, gerando o capital necessário para cobrir toda a operação. Quando esse ator tem potencial de compra aliado às facilidades para comprar (prazo, preço adequado, disponibilidade do produto), a cadeia como um todo cresce (DURSKI, 2003).

Quando questionados sobre quais seriam os prazos ideais em cada nível da cadeia, para se obter o máximo potencial de vendas em cada nível, constatou-se que na opinião da maioria dos distribuidores os prazos para obtenção do maior potencial de vendas da cadeia, tanto dos fabricantes quanto dos distribuidores e revendedores/instaladores, deveriam ser de quatro a seis vezes, recebendo sete, sete e cinco respostas, respectivamente. Pode-se destacar também que as opções de sete a nove vezes receberam duas respostas para cada nível da cadeia; a opção de prazo de uma a três vezes recebeu uma, uma e duas respostas, e por fim, para o prazo dos revendedores em dez ou mais vezes recebeu uma resposta. Esses dados sugerem uma percepção dos distribuidores de que a cadeia necessita de maiores prazos para obter um melhor rendimento financeiro, indo ao encontro das afirmações de Engel, Blackwell e Miniard (2000) e Solomon (2016) de que os prazos de pagamento alongados favorecem o crescimento econômico da cadeia.

Também foi retratada a visão dos próprios distribuidores sobre o risco de o distribuidor deixar de honrar seus compromissos. Houve uma maior concentração de respostas nas opções risco baixo (R2), com cinco respostas entre os dez respondentes. Pelo arranjo das respostas, a média móvel sugere que o risco é risco baixo (R3). Segundo Denardin (2002), os distribuidores representariam um nível de custo baixo para financiamento do capital de giro, enquanto o restante dos distribuidores representaria um custo alto de financiamento.

Gráfico 6 – Risco financeiro do distribuidor deixar de honrar seus compromissos segundo os distribuidores



\*Base: 10 participantes

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para os dez maiores revendedores há uma concentração na resposta risco médio (R3), com seis das dez respostas. Pelo arranjo das respostas pela média móvel, a percepção dos distribuidores indica risco médio (R3). Quando considerado o risco do restante da carteira, a resposta de risco alto (R4) teve quatro respostas, risco altíssimo (R5) teve três respostas, risco médio (R3) duas e risco baixo (R2) uma. Seguindo a média móvel, o risco do restante da carteira, segundo a visão dos distribuidores, é risco alto (R4), representando um custo entre médio e alto na questão do financiamento do capital de giro (DENARDIN, 2002).

Constatou-se que cinco dos dez distribuidores concordam parcialmente que o revendedor estaria disposto a ceder os seus direitos creditórios, dois concordam totalmente e três discordam parcialmente. Sobre os distribuidores cederem os créditos, a maior concentração de respostas, quatro das dez, foi direcionada para uma concordância total, três concordando parcialmente, uma sem definição e duas discordando parcialmente de que o distribuidor estaria disposto a ceder os direitos creditórios. Já na questão envolvendo o fabricante, as opiniões ficaram divididas, sendo uma para discordo totalmente, três para discordo parcialmente, duas respostas para nem concordo nem discordo, três para concordo parcialmente e uma resposta para concordo totalmente. De forma geral percebe-se que os distribuidores concordam parcialmente que os agentes da cadeia estariam dispostos a ceder ou receber direitos creditórios. As respostas sugerem a existência de alinhamento com os estudos de Fetter e Lemos (2014), que dizem que empresas que apresentam uma estratégia ajustada para administrar o seu capital de giro podem obter redução dos custos de financiamento de suas operações, minimizando riscos e aumentando o retorno esperado sobre os investimentos efetuados.

Ressalta-se que quatro dos dez distribuidores concordam totalmente que o risco financeiro individual do revendedor diminuiria, cinco concordam parcialmente e um nem concorda nem discorda. Para o risco financeiro individual do distribuidor e do fabricante, sete dos dez respondentes concordam parcialmente que o risco diminuiria, os outros três concordam totalmente. Para o risco geral da cadeia cinco dos dez distribuidores concordam totalmente com a redução do risco, enquanto quatro concordam parcialmente e um discorda parcialmente. Desta forma é possível afirmar que os distribuidores concordam parcialmente que o risco econômico individual diminuiria e concordam totalmente que o risco econômico geral da cadeia diminuiria com um sistema de transferência de direitos creditórios. Os distribuidores percebem os benefícios de um sistema de transferência de direitos creditórios ao atrelarem a redução do risco dos agentes da cadeia com uma possível introdução do sistema. Mesmo inconscientemente, acabam por concordar com o que define Duarte Júnior (2005), que risco de crédito como uma medida de perdas potenciais decorrentes de uma obrigação não honrada resulta em perda financeira.

A opinião dos distribuidores quanto ao sistema de transferência de direitos creditórios como financiamento da cadeia de vendas deixou evidente que 49% das respostas concentram-se em concordo parcialmente, 30% em concordo totalmente, 7% em nem concordo nem discordo, 11% em discordo parcialmente e 3% em discordo totalmente. A percepção geral dos distribuidores revela que concordam parcialmente com todas as afirmativas que indicavam benefícios na cadeia com a instituição do sistema.

Essa visão geral dos distribuidores mostra que existe a percepção de que há espaço para melhorias no ciclo financeiro da cadeia, e que os próprios identificam a necessidade de uma otimização do financiamento entre empresas, bem como a integração dos processos de



financiamento com clientes, fornecedores e prestadores de serviços, a fim de aumentar o valor de todas as empresas participantes da cadeia (PFOHL; GOMM, 2009).

Ao serem analisadas as respostas de dez revendedores/instaladores, a intenção era a de compreender o tipo de serviços prestados pelos respondentes, a fim de confirmar se enquadravam-se dentro do universo de estudo. Os serviços mais realizados pelos respondentes são os de interfonia (instalação de comunicação por telefone no âmbito residencial, industrial ou comercial), CFTV (circuito fechado de TV), manutenção elétrica, instalação e manutenção de motor de portão, cerca elétrica, alarmes, telefonia, instalação de ar condicionado, Internet, aquecimento e piscinas. Roccato (2008) define o revendedor como empresa que adquire os produtos/serviços de um fornecedor (distribuidor) e os comercializa diretamente aos clientes finais, agregando sua margem de lucro. O revendedor é enquadrado como micro e pequena empresa, tendo uma capacidade de capital de giro limitada para financiar o mercado consumidor. Constatou-se que seis entre os dez revendedores têm faturamento mensal de até R\$ 5.000, dois possuem faturamento de R\$ 25.000 a R\$ 50.000, um de R\$ 5.000 a R\$ 10.000 e um de R\$ 10.000 a R\$ 15.000. Obtendo a média dos valores de cada opção, foi possível chegar a um faturamento médio mensal de R\$ 11.000,00 evidenciando uma concentração de revendedores como empresas de pequeno porte. Nesta perspectiva é possível afirmar que a configuração da cadeia investigada, no tocante à capacidade de financiamento de suas operações, é atualmente inadequada, com tensionamento das relações e tomada de risco por atores que apresentam reduzida capacidade para esta responsabilidade. Esse ator da cadeia pode ser encaixado na classificação definida por Lanz *et al.* (2015) como micro, pequenas empresas, ou ainda microempreendedores individuais, dependentes financeiramente de empresas-âncora, no quesito diminuição de custo de financiamento de capital de giro. A forma de pagamento mais oferecida pelos revendedores é o dinheiro, com dez respostas. Em segundo lugar ficou o cheque, com sete respostas. Fiado ficou em terceiro lugar, com quatro respostas, seguido por cartão de crédito ou débito com três respostas e boleto com duas respostas. Enquanto, no entanto, sete revendedores oferecem o dinheiro como forma principal de pagamento, apenas três citam que essa seria a forma de preferência do cliente final. O cheque ficou com dois votos para forma usada *versus* preferência. Cartão de crédito ou débito ficou com um voto como forma usada e três votos para a preferência, e boleto ficou com duas respostas como forma de preferência do cliente final. Esses dados evidenciam que o revendedor não oferece forma de recebimento capaz de atender às necessidades do cliente final, contrariando o posicionamento de Durski (2003), de que as facilidades para comprar (condições de pagamento, prazo, preço adequado, disponibilidade do produto) podem impulsionar o crescimento da cadeia como um todo. Ressalta-se que três dos dez respondentes vendem apenas à vista. Outros três responderam que parcelam de uma a três vezes, dois que parcelam de quatro a seis vezes e outros dois parcelam em mais de dez vezes.

O prazo oferecido ao cliente final define o potencial que será extraído da cadeia. A compra por impulso incentiva o crescimento da rede. Engel, Blackwell e Miniard (2000) descrevem a compra por impulso como sendo a tendência do consumidor em comprar espontaneamente, sem reflexão e imediatamente, destacando que fatores como exposição do produto e facilidade de acesso advindos de opções de pagamento e prazos alongados favorecem esse tipo de comportamento.

Já quando o cliente necessita de planejamento causado por altos preços dos produtos, falta de acesso ao prazo e restritas formas de pagamento, a compra se caracteriza como

planejada (SOLOMON, 2016). Com os dados obtidos é possível identificar que tal cadeia tem indícios de compra planejada, o que interfere na queda de rendimento da cadeia. Entre as principais dificuldades encontradas pelo revendedor/instalador para oferecer diferentes formas de pagamento e mais prazo ao cliente final percebeu-se que oito dos dez revendedores afirmam que sua principal dificuldade, para oferecer melhores prazos e outras formas de pagamento, está no baixo capital de giro. Para seis dos dez respondentes outra questão que os impede de melhorar as condições de pagamentos e prazos é o receio da inadimplência. Como terceira questão mais abordada ficou a taxa de juros dos cartões, com cinco votos, acompanhada da tarifa para emitir boletos, com três respostas, e com um voto ficou abrir conta em banco e trocar cheque.

Quando analisadas as necessidades do mercado do varejo, o problema torna-se ainda mais grave, pois o revendedor adquire os produtos do distribuidor com prazos de pagamento de 30 a 60 dias e os revende ao consumidor final em 3, 5 ou até 12 parcelas, com sérios prejuízos na margem do negócio (ROCCATO, 2008). Essa questão destaca o quanto a falta de capital de giro pode afetar o negócio do revendedor, podendo de alguma forma explicar os resultados obtidos. Duarte Júnior (2005) define o risco de crédito como uma medida de perdas potenciais decorrentes de uma obrigação não honrada, resultando em perda financeira. Esse fator é o que explica o receio da inadimplência levantada pelos revendedores. No Brasil os financiamentos são escassos e o acesso a recursos de longo prazo, com taxas competitivas, é privilégio de um pequeno número de empresas (KASSAI; KASSAI, 2001). Dessa forma, os juros cobrados pelos adquirentes de cartão de crédito podem, de certa forma, restringir a oferta de melhores prazos.

Quanto à transferência de direitos creditórios, oito dos dez respondentes concordam totalmente com a sugestão de que o sistema de transferência de direitos creditórios permitiria que eles oferecessem melhores prazos aos seus clientes, enquanto os outros dois concordam parcialmente.

Gráfico 7 – Percepção geral dos gestores sobre um sistema de transferência de direitos creditórios na cadeia



\*Base: 10 participantes

Fonte: Elaborado pelos autores.

Esse fator permitiria que a cadeia mudasse de compra planejada para compra por impulso, conforme Veludo-de-Oliveira, Ikeda e Santos (2004) e SPC (2015) propuseram. Para sete dos dez respondentes o sistema de transferência de direitos creditórios possibilitaria aumento das vendas, enquanto outros dois concordam parcialmente com a afirmativa, sendo que oito dos dez revendedores/instaladores concordam totalmente com a sugestão de que o sistema reduziria seu risco de sofrer inadimplência, enquanto os outros dois concordam parcialmente com a afirmativa. Esses fatores somados podem reduzir o risco da cadeia e confirmar positivamente o que traz Denardin (2002), de que onde há menor grau de risco, menor o grau de incerteza envolvido, maiores são as expectativas de criação de riqueza em um empreendimento. Desta forma, oito dos dez revendedores/instaladores concordam totalmente que utilizariam o sistema de transferência de direitos creditórios, enquanto os outros dois concordam parcialmente com a afirmativa, um nem concorda nem discorda. As repostas da maioria dos revendedores vão ao encontro do que afirmam Fetter e Lemos (2014), que ressaltam que empresas que apresentam uma estratégia ajustada para administrar o seu capital de giro podem obter redução dos custos de financiamento de suas operações, minimizando riscos e aumentando o retorno esperado sobre os investimentos efetuados.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao se analisar a problemática relacionada com a escassez de capital de giro para financiamento de suas operações, percebe-se a relevância do assunto para a sobrevivência das organizações, notadamente aquelas de menor porte. Destarte, justifica-se realizar a pesquisa com o propósito de contribuir para o tema em tela, com o intuito de analisar a viabilidade e aceitação da securitização de recebíveis, como uma forma de disponibilizar para as empresas recursos financeiros para manutenção de suas atividades.

Nesta perspectiva o objetivo do estudo foi o de avaliar a viabilidade de adotar a securitização de recebíveis como alternativa de financiamento de operações mercantis. Para alcançar este objetivo os autores optaram por uma abordagem quantitativa, utilizando a técnica de coleta de levantamento do tipo *survey*, com afirmativas relacionadas ao tema em estudo, formuladas a partir da revisão teórica, em escala de concordância do tipo *Likert*, de cinco pontos. O construto foi adaptado para facultar a sua aplicação a três grupos distintos de respondentes, a saber, fabricantes, distribuidores e revendedores, e validado previamente por um expert, doutor em Administração.

A pesquisa evidenciou que na cadeia de fornecimento investigada existe o tensionamento de caixa, entre os fabricantes, distribuidores e revendedores, que resulta na restrição de volumes comercializados, justamente devido à forçada redução de prazos de venda, que se inicia no fabricante, cujo prazo de venda é, na maioria das vezes, limitado a três vezes. O referido prazo de venda se amplia no distribuidor, exigindo deste assumir o risco de financiamento da rede de revendedores, o que tem, obviamente, um limite e um custo agregado, que é levado para o revendedor. Este, por seu turno, por ser, na maioria das vezes, uma empresa de micro ou pequeno porte (ou até pessoa física/MEI), praticamente não dispõe de capital de giro, mas por estar em contato com o consumidor final, que demanda prazos para pagar pelos serviços prestados, assume riscos que excedem a sua capacidade operacional ou se obriga a filtrar os atendimentos para a autopreservação.

Desta forma é possível afirmar que os resultados da pesquisa, que foi realizada no âmbito da cadeia de fornecimento de materiais elétricos, desde o fabricante até o prestador de serviço, evidenciaram o aceite da securitização, apontando para a viabilidade de sua operacionalização no mercado brasileiro. Apesar de ser decorrente de estudo de caso múltiplo, em um setor específico, que pode ser considerada uma limitação desta pesquisa, os autores entendem que os resultados são relevantes para as organizações e para a academia. Desta forma, como sugestão de futuras pesquisas, os autores entendem que seria relevante replicar a pesquisa em outras cadeias de fornecimento para averiguar se a situação identificada neste estudo se repetirá ou apresentará diferentes resultados.

## REFERÊNCIAS

- ALCAIRE, M. R. *Securitização de recebíveis*. 2013. 56 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) – Universidade Federal de Santa Catarina, Curso de Ciências Econômicas, Florianópolis, 2013. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/103852/Monografia%20da%20Mariana%20Rosa.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 19 out. 2018.
- ALLEN, F.; SANTOMERO, A. M. The theory of financial intermediation. *Journal of Banking & Finance*, v. 21, n. 11-12, p. 1.461-1.485, dez. 1997. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1539-6975.2005.00121.x>. Acesso em: 18 out. 2018.
- AMBROSE, B. W.; LACOUR-LITTLE, M.; SANDERS, A. B. Does regulatory capital arbitrage, reputation, or asymmetric information drive securitization? *Journal of Financial Services Research*, v. 28, n. 1-3, p. 113-133, 2005. DOI 10.1007/s10693-005-4358-2. Acesso em: 30 abr. 2018.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. *Administração do capital de giro*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- BHATTACHARYA, A. K.; FABOZZI, F. J. (ed.). *Asset-backed securities*. [S.l.]: John Wiley & Sons, 1996.
- BLACK, L. K.; KRAINER, J. R.; NICHOLS, J. B. Safe Collateral, Arm's-Length Credit: Evidence from the Commercial Real Estate Market. *The Review of Financial Studies*, v. 33, Issue 11, Nov. 2020, p. 5.173-5.211. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa031>
- BORBA, J. E. T. *Direito societário*. 9. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.
- BORGES, L. F. X. Securitização como parte da Segregação de Risco. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 6, n. 12. p. 123-136. 1999.
- BOTTA, A. *et al.* Inequality and finance in a rent economy. *Journal of Economic Behavior & Organization*, v. 183, 2021, p. 998-1.029, ISSN 0167-2681. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2019.02.013>
- BRAUN, B. Central banking and the infrastructural power of finance: the case of ECB support for repo and securitization markets. *Socio-Economic Review*, v. 18, Issue 2, Apr. 2020, p. 395-418. DOI: <https://doi.org/10.1093/ser/mwy008>
- CANÇADO, T. R.; GARCIA, F. G. *Securitização no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007.
- CARÍSSIMO, C. R.; CORGOSINHO, R. C.; SANTOS, A. C. dos. Estudo sobre a hipótese de fragilidade financeira de Hyman Minsky aplicada ao Estado de Minas Gerais no período 2008-2018. *Desenvolvimento em Questão*, v. 19, n. 54, p. 218-233, 2021. DOI: <https://doi.org/10.21527/2237-6453.2021.54.218-233>
- CERVO, A. L. *et al.* *Metodologia científica*. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- CHINEN, E. N. *Securitização de recebíveis*. 2008. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo, 2008.
- COASE, Ronald. The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*, Chicago, v. 3, p. 1-44, out. 1961.
- COELHO, L. A. V. F. *Securitização*. 2007. 110 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Pontifícia Universidade Católica, Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito, São Paulo, 2007.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. *Avaliação de empresas valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. São Paulo: Makron Books, 2000.
- COOPER, M. C.; LAMBERT, D. M.; PAGH, J. D. Supply Chain Management: More Than a New Name for Logistics. *The International Journal of Logistics Management*, Vol. 8, N. 1, p. 1-14, 1997. <https://doi.org/10.1108/09574099710805556>

COWLEY, A.; CUMMINS, J. D. Securitization of life insurance assets and liabilities. *The Journal of Risk and Insurance*, v. 72, n. 2, p. 193-226, 2005. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1539-6975.2005.00121.x>. Acesso em: 18 nov. 2018.

DENARDIN, Ana Paula Gironi *et al.* Capital de giro: fontes de financiamento às micro, pequenas e médias empresas. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 7., 2002, São Paulo. *Anais [...]*. São Paulo: USPFEA, 2002.

DUARTE JÚNIOR, A. M. *Gestão de riscos para fundo de investimentos*. São Paulo: Prentice Hall, 2005.

DURSKI, G. R. Avaliação de desempenho em cadeias de suprimentos. *Revista FAE*, Curitiba, v. 6, n. 1, p. 27-38, jan./abr. 2003. Disponível em: <https://revistafae.fae.edu/revistafae/article/view/442>. Acesso em: 15 fev. 2019.

ENGEL, J. F.; BLACKWELL, R. D.; MINIARD, P. *Comportamento do consumidor*. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 2000.

FAVERO JÚNIOR, O. Z. *Securitização de ativos e transferência de risco: evidências do mercado de capitais brasileiro*. 2014. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Universidade de São Paulo, Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Controladoria, São Paulo, 2014.

FERRAZ, L.; NEVES, R. C. Parcerias na lei de inovação tecnológica: o caso das Sociedades de Propósito Específico (SPE). *Revista de Informação Legislativa*, a. 51, n. 203, p. 5, jul./set. 2014.

FERREIRA, R. M. *A contribuição da controladoria como ferramenta gerencial na gestão de riscos nas médias e grandes empresas do vale do Sinos*. 2015. Monografia (Curso de Administração de Empresas) – Universidade Feevale, Novo Hamburgo, 2015. Disponível em: <https://biblioteca.feevale.br/Monografia/MonografiaRosaneFerreira.pdf>. Acesso em: 19 abr. 2019.

FETTER, D. M.; LEMOS, A. N. L. Capital de giro: um estudo sobre as estratégias adotadas por uma empresa do ramo agrícola. *Revista Tecnologia e Tendências*, v. 9, n. 2, jul. 2014.

FOSSÁ, J. L. *et al.* Acesso e distribuição do Pronaf entre agricultores familiares no Estado de Santa Catarina. *Desenvolvimento em Questão*, v. 18, n. 53, p. 222-244, 2020. DOI: <https://doi.org/10.21527/2237-6453.2020.53.222-244>

GAGGINI, F. S. *Securitização de recebíveis*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003.

GERHARDT, T. E.; SILVEIRA, D. T. *Métodos de pesquisa*. Porto Alegre, RS: UFRGS, 2009.

GIL, A. C. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GEM. Global Entrepreneurship Monitor. *Empreendedorismo no Brasil*. 2004.

GORTON, G. B.; SOULELES, N. S. Special purpose vehicles and securitization. *SSRN Electronic Journal*, NBER Working Paper n. W11190, March 2005.

GREENBAUM, S. I.; THAKOR, A. V. Bank funding modes. *Journal of Banking & Finance*, v. 11, n. 3, p. 379-401, 1987.

HEIN, N. *et al.* Ranking de criação de valor das empresas Sul Americanas: estudo multicritério a partir dos métodos DP2 e VIKOR. *Desenvolvimento em Questão*, v. 18, n. 50, p. 308-324, 2020. DOI: <https://doi.org/10.21527/2237-6453.2020.50.308-324>

HOFMANN, E.; KOTZAB, H. A Supply Chain-Oriented Approach of Working Capital Management. *Journal of Business Logistics*, 31 (2), 305-330, 2010.

KASSAI, José Roberto; KASSAI, Sílvia. Balanço perguntado: uma solução para as pequenas empresas. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, 8., 2001, São Leopoldo/RS. *Anais [...]*. São Leopoldo: Unisinos, 2001.

KEENAN, L. Financialization, securitization and the decline of pubs in Britain. *Journal of Economic Geography*, v. 20, Issue 6, Nov. 2020, p. 1.293-1.311. DOI: <https://doi.org/10.1093/jeg/lbaa024>

KOTHARI, V. *Securitization: the financial instrument of the future*. 2. ed. Kolkata: Asia, 2006.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. *Técnicas de pesquisas*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

LANDSMAN, W. R.; PEASNELL, K. V.; SHAKESPEARE, C. Are asset securitizations sales or loans? *The Accounting Review*, v. 83, n. 5, p. 1.251-1.272, 2008. Disponível em: DOI: 10.2308/accr.2008.83.5.1251. Acesso em: 2 nov. 2018.

LANZ, L. Q. *et al.* Sistema de garantias para cadeias produtivas: modelo de securitização para FIDCs. *Revista do BNDES*, v. 6, n. 12, p. 311-348, 2015. Disponível em: [https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/7103/1/RB%2044%20Sistema%20de%20garantias%20para%20cadeias%20produtivas\\_P.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/7103/1/RB%2044%20Sistema%20de%20garantias%20para%20cadeias%20produtivas_P.pdf). Acesso em: 19 nov. 2018.

LUXO, J. C. Estudo comparativo dos custos operacionais e tributários da securitização e dos FIDCs. *Revista de Finanças Aplicadas*, v. 1, p. 1-12, ago. 2010.

- MIRANDA, A. M. L. M. *O modelo de rating desenvolvido no Banco Português de Investimento*. 2017. Dissertação (Mestrado em Matemática Aplicada À Economia e Gestão) – Universidade de Lisboa, Lisboa, 2017.
- MORETTINI, F. T. R.; GONÇALVES, O. O. Análise econômica do controle judicial dos contratos de concessão e sua importância para o desenvolvimento. *Revista de Informação Legislativa*, a. 51, n. 203, p. 7, jul./set. 2014.
- OLIVEIRA, D. P. R. *Empresa familiar: como fortalecer o empreendimento e otimizar o processo decisório*. São Paulo: Atlas, 1999.
- OYETADE, D.; OBALADE, A. A.; MUZINDUTSI, P. F. Impact of the Basel IV framework on securitization and performance of commercial banks in South Africa. *Banks and Bank Systems*, 15(3), p. 95-105, 2020. DOI: 10.21511/bbs.15(3).2020.09
- PFOHL, H. C.; GOMM, M. Supply chain finance: optimizing financial flows in supply chains. *Logistics Research*, v. 1, n. 3-4, p. 149-161, 2009.
- PRODANOV, C. C.; FREITAS, E. C. *Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico*. Novo Hamburgo: Feevale, 2009.
- ROCCATO, L. P. *A Bíblia de canais de vendas e distribuição*. São Paulo: M. Books, 2008.
- ROCHET, J. C.; TIROLE, J. Two-Sided Markets: A Progress Report. *The RAND Journal of Economics*, 37(3), 645-667, 2006. <http://www.jstor.org/stable/25046265>
- SANTOS, R. S.; CARMONA, P. A. C. Sociedade de propósito específico como mecanismo jurídico de desenvolvimento das micro e pequenas empresas. *Revista Jurídica Cesumar*, v. 17, n. 1, p. 133-151, jan./abr. 2017. DOI: <http://dx.doi.org/10.17765/2176-9184.2017v17n1p133-151>. Acesso em: 14 nov. 2018.
- SANTANA, J. E.; GUIMARÃES, E. Visão geral do estatuto das microempresas e seu impacto nas licitações. *Fórum de Contratação e Gestão Pública – FCGP*, Belo Horizonte, a. 8, n. 94, out. 2009. Disponível em: <http://bid.editoraforum.com.br/bid/PDI0006.aspx?pdicntd=62987>. Acesso em: 16 jan. 2019.
- SECURATO, J. R. *Crédito: análise e avaliação do risco*. 1. ed. São Paulo: Saint Paul, 2002.
- SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. *Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação*. 4. ed. Florianópolis: UFSC, 2005.
- SILVA, W. T. et al. Os principais fatores que impulsionam a compra por impulso. In: CONGRESSO LATINO-AMERICANO DE VAREJO E CONSUMO: TRANSFORMAÇÃO DIGITAL NO VAREJO, 12., 2018, São Paulo. *Anais [...]*. São Paulo: FGV, 2018. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/clav/clav2018/paper/viewPaper/6803>. Acesso em: 19 mar. 2019.
- SOLOMON, M. R. *O comportamento do consumidor: comprando, possuindo, sendo*. 11. ed. São Paulo: Bookman, 2016.
- SPC BRASIL. *Os influenciadores de compra por impulso*. 2015. Disponível em: [https://www.spcbrasil.org.br/uploads/st\\_imprensa/analise\\_os\\_influenciadores\\_das\\_compras\\_por\\_impulso.pdf](https://www.spcbrasil.org.br/uploads/st_imprensa/analise_os_influenciadores_das_compras_por_impulso.pdf). Acesso em: 19 mar. 2019.
- VEDROSSI, A. O.; MONETTI, E. *A securitização de recebíveis imobiliários: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil*. São Paulo: Edusp, 2002.
- VELUDO-DE-OLIVEIRA, T. M.; IKEDA, A. A.; SANTOS, R. da C. Compra compulsiva e a influência do cartão de crédito. *Revista de Administração de Empresas*. São Paulo, v. 44, n. 3, 2004. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902004000300007>
- WALLMEIER, R. Die Optimierung der Financial Supply Chain. In: READ, C.; SCHEUERMANN, H. D. *CFO: die integrative kraft im unternehmen*. [S.l.]: Bonn, 2004. p. 71-106.