UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO – DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
(FIDCs) COMO UMA ALTERNATIVA AO FINANCIAMENTO DE
MICRO E PEQUENAS EMPRESAS:
UMA ANÁLISE DO MERCADO BRASILEIRO DE CRÉDITO

Renata Rosada da Silva

Orientador: Prof. Dr. Rudinei Toneto Júnior

RIBEIRÃO PRETO

2006

Profa. Dra. Suely Vilela
Reitora da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Marcos Cortez Campomar
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Profa. Dra. Maria Christina Siqueira de Souza Campos
Chefe do Departamento de Economia

RENATA ROSADA DA SILVA

**OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
(FIDCs) COMO UMA ALTERNATIVA AO FINANCIAMENTO DE
MICRO E PEQUENAS EMPRESAS:
UMA ANÁLISE DO MERCADO BRASILEIRO DE CRÉDITO**

Dissertação apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Rudinei Toneto Júnior.

RIBEIRÃO PRETO

2006

AUTORIZO A REPRODUÇÃO E DIVULGAÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTE TRABALHO, POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO, PARA FINS DE ESTUDO OU PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

FICHA CATALOGRÁFICA

Silva, Renata Rosada da

Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) como uma alternativa ao financiamento de micro e pequenas empresas: uma análise do mercado brasileiro de crédito, 2006.

81 p. : il. ; 30cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP – Área de concentração: Economia.

Orientador: Toneto Jr., Rudinei

1. Financiamento. 2. Micro e pequenas empresas. 3. Fundos de investimento em direitos creditórios. 4. Mercado brasileiro de crédito.

FOLHA DE APROVAÇÃO

Renata Rosada da Silva

Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) como uma alternativa ao financiamento de micro e pequenas empresas: uma análise do mercado brasileiro de crédito.

Dissertação apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre. Área de concentração: economia.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Aos meus pais, Eliza e Ricardo.

AGRADECIMENTOS

Como não poderia deixar de ser, agradeço inicialmente ao meu orientador, Rudinei. Obrigada pela paciência, pela dedicação em todos esses anos e, acho que já posso dizer, pela amizade. Obrigada por confiar em mim (de alguma forma!) e por me orientar à distância, tarefa que não deve ter sido fácil.

Agradeço à Professora Maria Christina pela orientação quanto à melhor forma de apresentação deste trabalho e por todas as dicas. Agradeço aos Professores Júlio Pires e Márcio Bobik pelas críticas que, espero, tenham contribuído para um melhor trabalho final.

Agradeço à minha família por todo apoio, carinho e compreensão em todos esses anos. Aos meus pais e irmã por acreditarem em mim e por me ajudarem em todos os momentos. À Jura, por todo o amor.

Aos amigos Andresa e Hailton por tudo o que fizeram por mim, e por me darem um sobrinho e uma afilhada lindos.

Aos amigos que estiveram presentes durante a difícil caminhada do mestrado. Eduardo, Thiago, Roberta, Mazinha e Carol.

Agradeço à Júlia pela ajuda e companhia nos momentos difíceis. E a toda a sua família pelo carinho e apoio.

À Cláudia, pela sua amizade dedicada nesses últimos momentos de dificuldade.

RESUMO

SILVA, R. R. **Os fundos de investimento em direitos creditórios como uma alternativa ao financiamento de micro e pequenas empresas: uma análise do mercado brasileiro de crédito.** 2006. 81 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2006.

O objetivo do presente trabalho é avaliar a possibilidade de utilização dos fundos de investimento em direitos creditórios no financiamento de micro e pequenas empresas. O estudo parte da problemática teórica da assimetria de informações e faz um panorama do mercado brasileiro de crédito, com ênfase nas micro e pequenas empresas. A partir da análise da legislação pertinente a esses fundos, nota-se que não existe impedimento legal à constituição de FIDCs que objetivem fomentar os micro pequenos negócios. No final de 2005, cinco fundos de investimento em direitos creditórios para financiamento de micro e pequenas empresas entraram em funcionamento no Brasil. Por meio da análise do desempenho dos fundos em atividade, percebe-se que esta nova modalidade de financiamento se mostra como uma alternativa viável e promissora no provimento de crédito a micro e pequenos empresários, pois além de aumentarem o acesso desse segmento de mercado a empréstimos, o faz a taxas menores do que aquelas praticadas pelas instituições financeiras convencionais.

Palavras-chave: Financiamento. Micro e pequenas empresas. Fundos de investimento em direitos creditórios. Mercado brasileiro de crédito.

ABSTRACT

SILVA, R. R. The accounts receivable investment funds as an alternative to the small enterprises financing: an analysis of the brazilian credit market. 2006. 81 f. Thesis (Master) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2006.

The purpose of the present study is to evaluate the possibility of financing micro and small enterprises by means of accounts receivables investment funds. The study starts with a review of the asymmetric information problem and makes a review of the Brazilian credit market, with a special emphasis on micro and small enterprises. Analyzing the legislation of those funds, it can be noted that there is no legal impediment to constitute funds with a focus on fomenting micro and small businesses. At the end of 2005, five funds to finance micro and small enterprises were constituted in Brazil. Analyzing the performance of those funds in activity, it can be stated that this new modality of financing is a viable and promising one. It allows the access of this segment to the credit market at smaller rates than those practiced by conventional financial institutions.

Keywords: Financing. SMEs. Accounts receivable investment funds. Brazilian credit market.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 -	Grupos de tomadores de crédito	19
Gráfico 2 -	Brasil: Volume total das operações de crédito, por modalidade, em milhões de reais, 1999-2005	23
Gráfico 3 -	Brasil: Evolução das taxas de juros prefixadas das operações ativas, porcentagem ao ano, 1999-2005	26
Gráfico 4 -	Brasil: <i>Spread</i> bancário (taxas prefixadas), porcentagem ao ano, 2000-2005	27
Gráfico 5 -	Brasil: <i>Spread</i> bancário (taxas consolidadas), porcentagem ao ano, 2000-2005	27
Gráfico 6 -	Brasil: Composição do <i>spread</i> bancário, amostra dos 17 maiores bancos, 1999	28
Gráfico 7 -	Brasil: Prazos médios (em dias) das operações com juros prefixados, 2000-2005	29
Gráfico 8 -	Brasil: Prazos médios (em dias) das operações com juros prefixados, 2000-2005	30
Gráfico 9 -	Brasil: Distribuição percentual do número de estabelecimentos, por porte, 2003	33
Gráfico 10 -	Brasil: Distribuição percentual do número total de trabalhadores, por porte de estabelecimento, 2003	34
Gráfico 11 -	Brasil: Variação percentual no número total de estabelecimentos, por porte, 2003/2002	35
Gráfico 12 -	Brasil: Variação percentual no número de trabalhadores, por porte de estabelecimentos, 2003/2002	36
Gráfico 13 -	Estado de São Paulo: Proporção de micro e pequenas empresas que utilizaram empréstimos bancários. 2000-2004	39
Gráfico 14 -	Estado de São Paulo: Razões alegadas pelos bancos para não darem empréstimos às MPEs, segundo as empresas com propostas de crédito negadas, 2004	40
Gráfico 15 -	Brasil: Evolução do número de cooperativas autorizadas a funcionar, 1999-2003	42
Gráfico 16 -	Brasil: Evolução do número de sociedades de crédito ao microempreendedor autorizadas a funcionar, 1999-2003	43
Gráfico 17 -	Taxas mínimas para aquisição dos direitos creditórios e taxas de juros prefixadas para operações selecionadas, porcentagem ao ano, nov/2005-fev/2006	66

SUMÁRIO

I -	INTRODUÇÃO	9
II -	ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES E RACIONAMENTO DE CRÉDITO.....	12
1.	Assimetria de informações: seleção adversa e risco moral	12
2.	Racionamento de crédito: uma perspectiva teórica	16
III -	O MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL.....	22
1.	O mercado de crédito para as micro e pequenas empresas	32
IV -	FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS: DEFINIÇÕES E ASPECTOS LEGAIS.....	45
V -	OS FIDCs COMO ALTERNATIVA AO FINANCIAMENTO DE MICRO E PEQUENAS EMPRESAS: UMA ANÁLISE DOS FUNDOS EM FUNCIONAMENTO NO BRASIL.....	57
VI -	CONSIDERAÇÕES FINAIS	69
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	72
	GLOSSÁRIO.....	75
	ANEXOS	78

I - INTRODUÇÃO

O objetivo do presente trabalho é avaliar a possibilidade de financiamento das micro e pequenas empresas por meio da utilização de fundos de investimento em direitos creditórios. Apesar de o sistema financeiro ser relativamente desenvolvido no Brasil, o mercado de capitais ainda deixa muito a desejar. A capitalização é baixa, há pouca liquidez no mercado e um alto grau de concentração. Assim, poucas empresas beneficiam-se das vantagens deste mercado e, mais grave ainda, as micro e pequenas empresas sequer têm acesso a ele. Dessa forma, o mercado de capitais apresenta-se como uma possível alternativa ao financiamento, caso elas consigam ter acesso a ele.

As micro e pequenas empresas representam grande parte do total de empresas no Brasil, além de empregarem significativa parcela da mão-de-obra nacional. Apesar de sua importância, essas empresas não têm acesso a crédito, elemento essencial ao desenvolvimento de qualquer empresa. A importância do presente estudo decorre da constatação dos problemas relativos ao mercado de crédito no Brasil e da necessidade do levantamento das possíveis alternativas para o aumento do crédito às empresas de menor porte, pois o desenvolvimento dessas levaria, necessariamente, a um aumento do produto nacional e desenvolvimento do país como um todo.

Acresce-se a isso o fato de as poucas empresas brasileiras que conseguem ter acesso ao crédito muitas vezes acabam por ter um prejuízo em seu desenvolvimento porque comprometem grande parte de seus ganhos no pagamento de juros, em decorrência das altas taxas praticadas no país.

O problema da assimetria de informações acaba por gerar o racionamento de crédito para essas empresas. Esse problema é constatado de duas formas: a seleção adversa e o risco moral, problemas que ocorrem antes e depois da negociação do empréstimo, respectivamente. A seleção adversa se dá pela dificuldade de escolha dos possíveis tomadores de crédito por parte dos bancos e o risco moral ocorre pela impossibilidade de efetiva supervisão de como o montante emprestado será utilizado pelas empresas. Tanto a seleção adversa como o risco moral afetam as micro e pequenas empresas muito mais significativamente do que acontece com as médias e grandes empresas, pois a informação relativa a essas empresas é facilmente encontrada no mercado financeiro.

Os instrumentos disponíveis no mercado, aos quais as micro e pequenas empresas têm acesso, tais como linhas oficiais de crédito, microcrédito, desconto de cheques e duplicatas, *factoring*, apresentam diversos problemas, como alto preço e exigência de grandes garantias. Dessa forma, além do aprimoramento dos instrumentos já existentes, deveriam ser criadas novas alternativas mais acessíveis e baratas ao financiamento dessas empresas.

Uma forma de as micro e pequenas empresas obterem financiamento no mercado seria por meio dos fundos de direitos creditórios. Estes são uma nova modalidade de financiamento para empresas, via securitização da carteira de recebíveis e venda dessas a um fundo de investimentos, constituído basicamente com esse tipo de papel.

Será possível a securitização de recebíveis de micro e pequenas empresas? Sendo isso possível, há possibilidade de venda desses a um fundo de investimento de direitos creditórios? São essas as perguntas que o presente estudo busca responder.

O trabalho é um estudo descritivo do mercado de crédito no Brasil e das alternativas de financiamento, com ênfase nos fundos de direitos creditórios. Cinco fundos foram estruturados no Brasil com o objetivo de fomentar micro e pequenas empresas, o que possibilitou um melhor aprofundamento do tema.

O trabalho está dividido em cinco partes, além desta introdução: a segunda parte apresenta as referências teóricas sobre assimetria de informações e racionamento de crédito. A terceira apresenta um panorama do mercado de crédito no Brasil, em especial o mercado de micro e pequenas empresas. O quarto capítulo trata das definições e aspectos legais dos fundos de investimento em direitos creditórios. O quinto capítulo faz uma análise dos fundos existentes para fomento de micro e pequenas empresas. Por fim, são apresentadas as considerações finais.

II - ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES E RACIONAMENTO DE CRÉDITO

1. Assimetria de informações: seleção adversa e risco moral

Uma falha de mercado ocorre quando a alocação de recursos, em dado mercado, não é Pareto ótimo (LEDYARD, 1989). Adam Smith (apud RITTER; SILBER; UDELL, 1996) supunha que os mercados eram perfeitos e se auto-ajustavam. Para uma aplicação ao setor financeiro, seria o mesmo que dizer que não há custos de transação, as mercadorias são perfeitamente divisíveis e que todos sabem a qualidade das mercadorias transacionadas. Nessa situação hipotética, não haveria necessidade de existir intermediários financeiros.

Porém, os intermediários existem, principalmente nos mercados financeiros. Esse fato ocorre porque os custos de transação para pequenos compradores e vendedores são, muitas vezes, proibitivos. No mercado de crédito, um intermediário facilita a negociação e reduz custos, pois ele possui *expertise* e ganho de escala na fase da alocação dos recursos entre quem quer emprestar e quem quer tomar emprestado.

Segundo Ritter, Silber e Udell (1996), uma outra função dos intermediários financeiros é possibilitar a diversificação de *portfolio* e a redução do risco de exposição dos investidores. Além disso, são eles que, normalmente, suprem o mercado com informações sobre a saúde financeira dos tomadores de empréstimos.

A informação assimétrica no mercado financeiro surge quando compradores (tomadores de empréstimos) e vendedores (emprestadores) não estão

igualmente informados sobre a verdadeira qualidade do que está sendo negociado, nesse caso, o crédito. Normalmente tomadores são mais bem informados sobre a sua capacidade de pagamento do que os emprestadores. Ações oportunísticas decorrentes da assimetria de informação são denominadas de problema agente (tomador)-principal (emprestador).

O problema da assimetria de informações é muito mais significativo para os pequenos tomadores de crédito, ou seja, para as micro e pequenas empresas. Isso ocorre porque as informações referentes às grandes empresas estão facilmente disponíveis no mercado.

Além disso, as grandes empresas podem oferecer, por exemplo, a carteira de seus funcionários para o pagamento de salário a um banco e, dessa forma, obter facilidades de crédito. Ou seja, as grandes empresas têm um maior poder de barganha para negociar o crédito do que as micro e pequenas empresas.

Os emprestadores quase sempre consideram os pequenos empreendimentos que buscam crédito como maus pagadores, ou seja, exigem altas taxas de juros para que possam emprestar. Além disso, requerem muitas garantias e acabam optando por racionar crédito. Já os pequenos tomadores tendem a subestimar seus riscos e quase sempre fazem promessas que não podem cumprir. Não haveria problema se a qualidade do tomador fosse clara para o emprestador, mas isso normalmente não ocorre.

Existem dois problemas associados à assimetria de informações no mercado de crédito. O primeiro deles é a chamada seleção adversa, que surge antes da transação ocorrer. Conforme dito anteriormente, pequenos tomadores de crédito tendem a subestimar os riscos de seus negócios, enquanto os emprestadores têm conhecimento de que somente alguns tomadores são bons pagadores. Dada a falta

de informação referente a quem é bom ou mau pagador, os emprestadores se defrontam com um problema. De um lado, se estipulam uma alta taxa de juros, como forma de proteção, os bons pagadores não irão aceitá-la e, portanto, não tomarão empréstimos, ficando o banco somente com os maus pagadores em sua carteira, já que estes estão mais dispostos a pagar uma alta taxa para tomar emprestado. De outro lado, se estipulam uma taxa de juros muito baixa, irão perder mais com os maus pagadores do que ganhariam com os bons pagadores que passariam a tomar emprestado. Assim, em uma situação extrema, preferem não emprestar para nenhum pequeno negócio, gerando, então, o racionamento, em que a oferta e a demanda por crédito não se equilibram (há um excesso de demanda).

O segundo tipo de assimetria de informação no mercado financeiro é o risco moral, fato este que ocorre após a efetivação da transação. Quando um pequeno empresário toma um empréstimo no banco, ele tende a aplicar o capital em projetos de maior risco, ainda que tenha apresentado um projeto seguro quando da aplicação para o empréstimo. Isso ocorre porque o projeto de maior risco normalmente traz um retorno muito maior em caso de sucesso, o que é bastante desejável e estimula o uso mais arriscado dos recursos. Em caso de insucesso, ele irá perder algo muito próximo do que perderia com o insucesso do projeto seguro. Porém, no caso do banco, ele só irá receber de volta o principal acrescido dos juros em caso de sucesso do projeto, independentemente de qual seja o projeto a ser desenvolvido. No caso de insucesso do projeto financiado, o banco, em geral, incorre em perdas, recebendo menos do que o valor emprestado. Como a probabilidade de insucesso é maior para o projeto mais arriscado, obviamente não é desejável para o banco que o tomador se engaje neste projeto, no qual a probabilidade de *default* é maior.

Dessa forma, tanto os empresários como os bancos participam conjuntamente no sucesso e no fracasso de um projeto. Vale ressaltar que esse não é o objetivo do banco, já que ele, quando empresta determinada quantia, espera receber de volta seu capital mais juros. E, por isso, não deseja que o tomador utilize os recursos em projetos de maior risco, pois quanto mais seguro o projeto, maior a probabilidade de retorno para o banco.

Por isso, a relação entre o tomador e o prestador é feita por meio de contratos, que além de estabelecer as condições de prazo e taxas, selecionam os devedores e os induzem a tomar as ações necessárias para que os projetos se concretizem (BRAGA, 2000). Pode-se dizer que os contratos financeiros são um resultado endógeno construído a partir de um modelo que inclui o conjunto de informações disponíveis, as preferências, a tecnologia disponível, entre outros.

A Teoria dos Contratos utiliza-se da Teoria dos Jogos para analisar o comportamento estratégico dos indivíduos, e tem como instrumento o modelo agente-principal, que permite observar o efeito dos incentivos com os quais os agentes se defrontam. Desse modo, o problema do principal é estabelecer as regras, ou seja, os incentivos contratuais que estimulem os tomadores a aplicar os recursos em projetos de menor risco, conforme acertado com o banco. Contudo, é importante esclarecer que tais incentivos são estabelecidos em um ambiente de contratos incompletos, isto é, na presença de incerteza.

A existência de regras estabelecidas em contratos exige que o banco acompanhe o seu cumprimento. Para esse acompanhamento, entretanto, existem custos envolvidos, que são denominados “Custos de Monitoramento”. Assim, os bancos tendem a investir em monitoramento até o ponto em que os custos não superem o ganho esperado.

Dadas as dificuldades (custos) de monitoração, por parte dos bancos, dos projetos desenvolvidos pelos tomadores de crédito, o mercado financeiro prefere fazer um número consideravelmente menor de empréstimos a pequenos tomadores do que aqueles que seriam feitos na ausência dessas falhas. Os bancos preferem fazer operações com empresas de maior porte, em que o monitoramento é mais fácil e compensa os custos da atividade. Assim, os custos envolvidos no monitoramento das ações decorrentes dos incentivos (regras) presentes nos contratos estão diretamente ligados à forma com que os bancos irão alocar os seus recursos.

Os problemas de seleção adversa e risco moral acabam determinando um conjunto de características para o sistema financeiro, como o forte predomínio de intermediários financeiros especializados na produção e análise de informações e a necessidade de desenvolvimento de contratos complexos. Além disso, há uma forte exigência de garantias e o grande monitoramento das ações. Estas características ampliam significativamente o custo associado a empréstimos de menor magnitude. Como as empresas de menor porte em geral caracterizam-se pela ausência de garantias e pela falta de informações disponíveis sobre elas, dado predomínio de atividades informais, o mercado acaba provocando a exclusão destas do mercado de crédito.

2. Racionamento de crédito: uma perspectiva teórica

Em uma perspectiva mais teórica, Stiglitz e Weiss (1981) defendem que, quando o mecanismo de ajuste de preços funciona, oferta e demanda se equilibram

e não existe racionamento. Porém, como já visto anteriormente, o racionamento de crédito existe, assim como existe desemprego no mercado de trabalho.

Os autores partem do mesmo princípio apresentado no item anterior, o da informação assimétrica, seja por seleção adversa, seja pelo que eles chamam de estrutura de incentivos. Cada tomador tem uma probabilidade de pagar o empréstimo adquirido e quem paga a maior taxa de juros tende a ser menos adimplente. Assim, conforme a taxa de juros cresce, maior é o risco e, portanto, menor o retorno do banco, pois a partir de determinado ponto o aumento do risco de inadimplência associado ao aumento da taxa de juros supera o ganho associado a uma maior taxa.

Tanto a demanda por empréstimos como a oferta por fundos é função da taxa de juros. Pode-se dizer que, a uma taxa ótima, que maximiza os lucros para o banco, $\hat{r}^*$, há um excesso de demanda por empréstimos. Stiglitz e Weiss (1981) afirmam que estudiosos tradicionais argumentariam que, nesse ponto, os tomadores de empréstimos se disporiam a pagar uma taxa de juros maior, elevando a taxa de equilíbrio até o ponto em que demanda e oferta se igualam. Porém, $\hat{r}^*$ é a taxa de equilíbrio e o banco não aceitaria uma taxa maior para ofertar divisas, pois a uma taxa maior haveria um maior risco e o retorno do banco seria menor, dadas as perdas que ele teria que incorrer. Assim, o mecanismo de preços, ou seja, a taxa de juros, não funciona e oferta e demanda não se igualam, gerando racionamento de crédito.

Além da taxa de juros, outras variáveis também afetam o comportamento e a distribuição dos tomadores. São elas: o montante do empréstimo e o montante de colateral (garantia) requerido pelo banco. Aumentando a exigência de colateral, a

partir de algum ponto, o retorno do banco também se reduzirá. Isso será detalhado mais à frente.

Percebe-se que não é mais rentável aumentar as taxas de juros ou a exigência de colateral quando há excesso de demanda por crédito. Diante deste fato surge o racionamento, em que os bancos preferem não emprestar a alguns indivíduos que tentam tomar crédito.

O termo racionamento deve ser utilizado em duas situações. A primeira ocorre quando indivíduos que aparentam ser idênticos tentam tomar crédito e só alguns conseguem, ainda que os sujeitos recusados pelos bancos estivessem dispostos a pagar uma taxa de juros maior. A segunda ocorre quando há grupos identificáveis que, mesmo a oferta de crédito sendo grande, não conseguem empréstimos qualquer que seja a taxa.

Obviamente há uma taxa de juros à qual oferta e demanda se igualam, mas esta não é a taxa que maximiza os lucros do banco. Dessa forma, eles podem aumentar seus retornos reduzindo a taxa de juros de equilíbrio a um patamar inferior e reduzindo a oferta (e é o que eles realmente fazem).

Conforme pode ser visto no gráfico 1, há dois grupos de tomadores: o grupo seguro toma empréstimos até r_1 e, a partir desse ponto, somente o grupo dos tomadores de alto risco é quem toma até r_2 , ou seja, o *portfolio* de tomadores do banco muda drasticamente com taxas acima de r_1 .

Stiglitz e Weiss (1981) consideram as taxas de juros como avisos para distinguir bons e maus pagadores, pois uma taxa de juros mais elevada tende a atrair tomadores com projetos de risco mais elevado que, em contrapartida, possibilitam maiores retornos. Supondo que o banco não possa averiguar os riscos dos projetos e que estes têm custo fixo e são indivisíveis – se o indivíduo não puder

tomar a diferença entre o custo do projeto e o valor de seu patrimônio líquido, o projeto não é realizado – os autores comprovam que o retorno médio esperado do banco em um empréstimo é uma função decrescente do risco do empréstimo.

Gráfico 1 - Grupos de tomadores de crédito (apud STIGLITZ; WEISS, 1981).

Se há um número discreto de potenciais tomadores, cada um com um projeto diferente, de risco distinto, o retorno médio do banco não é uma função monotônica da taxa de juros: desde que cada grupo sucessivo de tomadores, em relação ao risco, saia fora do mercado conforme a taxa aumenta, há uma queda discreta no retorno médio do banco. E sempre que a função de retorno médio do banco tem um pico interior, existem funções de oferta tais que o equilíbrio competitivo implica em racionamento de crédito. Assim, no equilíbrio walrasiano entre oferta e demanda há uma taxa menor do que a do equilíbrio em que o retorno do banco é maior.

Dessa forma, haverá um excesso de demanda em r_1 , a não ser que esta seja a taxa de equilíbrio de mercado, e não há incentivos para que ocorram desvios em relação a ela, já que esta taxa representa um máximo local.

A aversão ao risco por parte dos tomadores de empréstimos também afeta o retorno do banco. Segundo Stiglitz e Weiss (1981), taxas de juros altas fazem com que projetos de baixo retorno se tornem inviáveis, mas não afeta aqueles de maior risco. Como o retorno do banco é maior quanto mais seguro o projeto, então a aversão ao risco afeta a taxa ótima.

A taxa de juros também afeta o retorno do banco por alterar o comportamento do tomador, após o empréstimo ter sido concedido. O banco leva em consideração o efeito da taxa de juros sobre o comportamento do tomador. Enquanto o tomador se preocupa com a rentabilidade do projeto, o banco se preocupa com a probabilidade de sucesso dele. Assim, aumentos na taxa de juros elevam a atratividade relativa dos projetos mais arriscados, para os quais o retorno do banco pode ser menor. Desse modo, aumentar as taxas pode levar os tomadores a agirem de forma contrária aos interesses do banco, provocando mais um incentivo ao racionamento de crédito.

Uma questão a ser levantada é por que, quando há excesso de demanda por empréstimos, o banco não aumenta o colateral requerido, reduzindo a demanda e o risco de *default*, aumentando, ainda, seu retorno? Um caso claro que demonstra não haver vantagem nessa atitude é quando os menores projetos têm uma grande probabilidade de falir e todos os tomadores têm o mesmo patrimônio líquido. Nesse caso, o banco financiaria os projetos menores, aumentando o seu risco.

Um outro caso em que o risco dos empréstimos é maior ocorre quando potenciais tomadores têm diferentes montantes de patrimônio líquido e todos os projetos requerem o mesmo montante de investimento. Tomadores “saudáveis” podem ser aqueles que, no passado, foram bem sucedidos em projetos de alto risco

e, portanto, são menos avessos ao risco do que aqueles que investiram em projetos mais seguros e que, provavelmente, têm um patrimônio líquido menor.

Nos dois casos, a solicitação de um patrimônio líquido maior tem efeitos de seleção adversa e os resultados são os mesmos obtidos para a taxa de juros. Como indivíduos mais “saudáveis” tendem a ser menos avessos ao risco, pode-se esperar que aqueles que colocam um capital maior estão assumindo o maior risco. Assim, sob condições plausíveis, aumentar o colateral requerido reduz o retorno do banco.

Ainda de acordo com Stiglitz e Weiss (1981) se há aversão ao risco absoluta decrescente, indivíduos mais “saudáveis” seguem projetos mais arriscados. E, apesar de o colateral aumentar o retorno do banco, há um efeito de seleção adversa que faz com que tomadores médios e marginais apliquem em projetos mais arriscados a um nível de colateral suficientemente alto em que tomadores saudáveis não tomam empréstimos e, assim, o efeito de seleção adversa pode ser maior do que a compensação do efeito positivo.

O princípio de que há racionamento no mercado de crédito é a base do presente estudo. Conforme demonstrado em alguns exemplos, esse racionamento é ainda mais grave para as micro e pequenas empresas. Estas representam maior risco ao banco, tanto pela dificuldade deste em distinguir quem é o melhor pagador, como pela dificuldade de monitoramento dos projetos financiados. Algumas tentativas estão sendo feitas para que essas empresas tenham maior acesso ao crédito no Brasil. Uma delas é a criação de fundos de investimento em direitos creditórios, os FIDCs, que serão tratados especificamente nos terceiro e quarto capítulos deste trabalho, a seguir.

III - O MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL

Segundo Stiglitz (1990), há um consenso geral com relação ao papel central dos mercados financeiros no desenvolvimento econômico.

De acordo com Reis e Valadares (2004), o desenvolvimento do sistema financeiro leva ao crescimento econômico por reduzir os custos de transação e de informação e aumentar a diversificação e liquidez, o que gera uma melhor alocação de recursos. Segundo os autores, o sistema financeiro brasileiro é bastante sólido e resistente a choques, conforme comprovado nos últimos anos, mas é falho em relação ao acesso e ao provimento de crédito.

Vale ressaltar que a população brasileira ainda tem muito pouco acesso aos serviços bancários. Dados do Banco Central do Brasil mostram que, em 31/12/2003, em torno de 1.600 municípios brasileiros não possuíam dependências bancárias. No sentido de mitigar tal deficiência, foram criados os correspondentes bancários. Estes somavam 15.874 provendo serviços bancários e 15.550 para outros serviços em 31/12/2003. Com relação ao número de instituições autorizadas a funcionar no Brasil, entre bancárias comerciais, múltiplas, de investimento etc., os números não apresentam grandes oscilações entre 1999 e 2003.

Dados do Banco Mundial revelam que o crédito doméstico para o setor privado no Brasil (em porcentagem do PIB – Produto Interno Bruto) é de apenas 34,8%, e só supera a média da América Latina (26,5%). Esse valor é mais baixo ainda se comparado com as médias dos países em desenvolvimento (55,4%) e dos países de maior renda (162,0%). A média mundial é de 141,4%.

O gráfico 2 traz a evolução nos volumes de crédito concedidos entre os anos de 1999 e 2006, por modalidades. Vale notar o crescimento do crédito para capital de giro, que a partir de outubro de 2002 passou a ser a modalidade mais concedida no Brasil. A modalidade conta garantida também apresentou um crescimento no período, juntamente com as outras formas de concessão de crédito. O volume total em fevereiro de 2006 foi de R\$ 186.543 milhões, enquanto no início do período o valor total concedido foi de R\$ 61.733 milhões.

* Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio.

** Resolução 63.

Gráfico 2 - Brasil: Volume total das operações de crédito, por modalidade, em milhões de reais, 1999-2006. (Fonte: Banco Central do Brasil).

Um outro ponto a ser destacado é a forte presença de recursos direcionados a determinados tomadores. Segundo dados do Banco Central do Brasil, referentes a fevereiro de 2006, o total de crédito concedido, em porcentagem do PIB, foi de 31,3%, dos quais 10,3% foram de créditos direcionados.

Além do baixo volume de crédito concedido, as taxas praticadas pelos bancos brasileiros são muito altas. Dois períodos são comparados na tabela 1. O primeiro refere-se à semana entre 19/07/2005 a 25/07/2005 e o segundo refere-se à

semana entre 27/03/2006 e 31/03/2006. Pode-se perceber que praticamente todas as taxas praticadas caíram do primeiro para o segundo período, o que pode ser explicado pela queda na taxa de juros básica da economia – taxa selic (19,75% ao ano no primeiro período e 16,50% ao ano no segundo período).

Tabela 1
Brasil: Taxas efetivas mensais de operações de crédito, em porcentagem, 2005 e 2006. (Fonte: Banco Central do Brasil).

		Prefixado		Pós-Fixado		Flutuante	
		Período 1	Período 2	Período 1	Período 2	Período 1	Período 2
Desconto de Duplicata	Média	3,26	2,78	-	-	-	-
	Mínima	2,05	1,53	-	-	-	-
	Máxima	7,03	4,48	-	-	-	-
Desconto de Nota Promissória	Média	3,50	3,19	-	-	-	-
	Mínima	2,22	2,14	-	-	-	-
	Máxima	4,79	4,07	-	-	-	-
Capital de Giro	Média	2,92	2,47	2,43	2,15	2,20	1,84
	Mínima	0,96	0,21	0,89	0,54	0,51	0,95
	Máxima	5,54	5,02	3,86	3,34	3,32	2,78
Conta Garantida	Média	3,71	3,60	2,95	2,43	2,42	2,07
	Mínima	0,56	1,56	2,37	1,98	0,32	1,34
	Máxima	8,20	7,33	3,69	3,14	3,34	3,60
Aquisição de Bens	Média	2,45	2,25	2,31	1,31	2,20	1,18
	Mínima	1,42	1,22	0,35	0,03	1,72	0,34
	Máxima	5,49	4,28	4,08	2,59	3,30	1,64

Obs: As taxas efetivas mês resultam da capitalização das taxas efetivas-dia pelo número de dias úteis existentes no intervalo de trinta dias corridos, excluindo-se o primeiro dia útil e incluindo o último. Caso a data final não tenha sido em dia não útil, foi considerado o próximo dia útil subsequente.

Dados referentes aos períodos de: 1) 19/07/2005 a 25/07/2005 e 2) 27/03/2006 a 31/03/2006.

Apesar da queda percebida, pode-se dizer que as taxas permanecem altas. De acordo com os dados da tabela, a taxa média para desconto de duplicatas pelas empresas brasileiras era de 3,26% ao mês e chegava a 7,03% em alguns bancos no primeiro período. Atualmente, a taxa média praticada para operações de desconto de duplicatas é de 2,78% ao mês, podendo chegar a 4,48%.

Um dos maiores obstáculos para a administração de uma empresa é a obtenção de capital de giro, que custava, em média, 2,92% ao mês a taxas prefixadas, 2,43% a taxas pós-fixadas e 2,20% a taxas flutuantes no primeiro

período. Hoje, essas taxas são de 2,47%, 2,15% e 1,84%, respectivamente. Conforme visto anteriormente, o crédito para capital de giro é, hoje, o de maior volume, ou seja, as empresas pagam muito caro para poderem se manter em funcionamento.

Outra forma de financiamento bastante utilizada pelas empresas brasileiras é o desconto de notas promissórias. Esta forma de financiamento custava, em média, 3,50% ao mês e chegava a até 4,79% no primeiro período. Para o segundo período, essas taxas caíram para 3,19% e 4,07%, respectivamente para média e máxima. Além disso, as médias das taxas de financiamento para aquisição de bens, ou seja, investimento, eram de 2,45%, 2,31% e 2,20%, respectivamente para taxas prefixadas, pós-fixadas e flutuantes. Atualmente elas são de 2,25%, 1,31% e 1,18%, respectivamente.

A conta garantida é uma modalidade que vem crescendo em volume de concessões de crédito e, conforme pode ser visto, também é muito cara. A média para taxas prefixadas era de 3,71% ao mês e chegava a 8,20% em algumas instituições. Atualmente, a taxa média praticada para esta modalidade de crédito gira em torno de 3,60% ao mês, enquanto a máxima chega a 7,33%.

De acordo com o gráfico 3, a evolução das taxas de juros prefixadas das operações ativas segue um certo padrão em todas as modalidades apresentadas, diferenciando-se apenas nos níveis. Pode-se notar que a taxa mais elevada é para a conta garantida, conforme visto acima. O desconto de notas promissórias apresentava a maior taxa no início do período e posteriormente, com a sua redução, passou a se confundir com *hot money* no gráfico, ou seja, os dois passaram a apresentar taxas bastante próximas no final do período. As menores taxas são para

as operações de *vendedor* e aquisição de bens. Vale lembrar que as taxas prefixadas são mais altas do que as pós-fixadas e as flutuantes.

Gráfico 3 - Brasil: Evolução das taxas de juros prefixadas das operações ativas, porcentagem ao ano, 1999-2006. (Fonte: Banco Central do Brasil).

Outro ponto importante a ser destacado é a questão ao alto *spread* bancário praticado no Brasil. Além de apresentar uma das taxas de juros mais altas do mundo, o *spread* também não é um dos mais baixos. Assim, os tomadores de empréstimos enfrentam grandes dificuldades para honrar seus compromissos. Conforme pode ser visto no gráfico 4, o maior *spread* praticado é para pessoas físicas, atualmente entre 40% e 50%. Para pessoas jurídicas a taxa é menor, mas ainda fica longe de ser baixa: entre 20% e 30% ao ano. Esses valores referem-se a taxas prefixadas. Para as taxas consolidadas (gráfico 5), a realidade é um pouco menos grave: o *spread* fica um pouco acima de 10% ao ano para pessoas jurídicas, mas, para pessoas físicas, ele ainda se mantém entre 40% e 50%.

Em estudo sobre juros e *spread* bancário, o Banco Central do Brasil estimou a composição para o *spread* cobrado pelos dezessete maiores bancos brasileiros. O relatório afirma que as instituições pertencentes à amostra

representam quase dois terços de todo o crédito concedido pelos bancos privados no país. O resultado do trabalho é exposto no gráfico 6.

Gráfico 4 - Brasil: *Spread* bancário (taxas prefixadas), porcentagem ao ano, 2000-2006. (Fonte: Banco Central do Brasil).

Gráfico 5 - Brasil: *Spread* bancário (taxas consolidadas), porcentagem ao ano, 2000-2006. (Fonte: Banco Central do Brasil).

Conforme pode ser visto, a maior parcela do *spread* é composta pelos créditos não recebidos, ou seja, pela inadimplência dos empréstimos concedidos (35%).

Em segundo lugar aparecem as despesas administrativas, representando 22% do *spread* bancário brasileiro. Impostos indiretos mais CPMF representam 14%, que em conjunto com o imposto de renda e a contribuição social sobre lucro líquido chega a 25%. Por último, nota-se que o lucro do banco representa 18% do *spread* cobrado nas operações bancárias.

Bancos: Itaú, Bradesco, Real, Safra, BCN, Sudameris, BBA, ABN-AMRO, Mercantil Finasa, CCF-Brasil, Citibank, Bozano Simonsen, BankBoston, Unibanco a partir de julho/98, HSBC a partir de jan/98, Santander a partir de jan/98 e BFB a partir de jan/97).

Gráfico 6 - Brasil: Composição do *spread* bancário, amostra dos dezessete maiores bancos, 1999. (Fonte: Banco Central do Brasil).

Os prazos dos empréstimos concedidos também são de grande relevância para o bom funcionamento das empresas. Muitas vezes estas necessitam de crédito de longo prazo para ajustarem os seus compromissos ou até mesmo para a aquisição de bens de capital para ampliação ou melhoria de estrutura. Os gráficos 7 e 8 trazem os prazos médios, em dias, para as operações contratadas com juros prefixados.

O maior prazo médio observado é para as operações de aquisição de bens, até mesmo pela natureza do crédito. Empresas que desejam fazer investimentos geralmente necessitam de horizontes mais longos para obterem o

retorno do investimento feito. Assim, percebe-se que no final do período o prazo médio para essa modalidade de crédito fica próximo dos 350 dias; porém, este prazo é muito curto se for levado em consideração o tempo de maturação do investimento. Para as operações de capital de giro, percebe-se que houve um declínio do prazo médio no ano passado, passando de aproximadamente 200 para 150 dias. Atualmente parece estar ocorrendo um alongamento desse prazo, chegando perto dos 180 dias. Os prazos para as operações de *vendedor* oscilam, atualmente, em torno dos setenta e cinco dias.

Gráfico 7 - Brasil: Prazos médios (em dias) das operações com juros prefixados, 2000-2006. (Fonte: Banco Central do Brasil).

No início do período analisado, o desconto de duplicatas apresentava o maior prazo médio das operações comparadas no gráfico 8, em torno de quarenta e cinco dias. Porém, a tendência foi revertida e houve uma queda acentuada nos prazos para esta modalidade de crédito que, no fim do período, ficava próximo a trinta dias. Desse modo, o desconto de notas promissórias passou a apresentar o maior prazo médio, em torno dos trinta e cinco dias. O *hot money* é a modalidade que apresenta o menor prazo médio, ficando próximo a quinze dias no final do

período. Este comportamento era previsível, dada a estrutura da operação de *hot money*.

De qualquer forma, mesmo tendo havido melhoras em alguns prazos médios, que se alongaram, em geral esses ainda são muito curtos. Não se verificam operações com prazo acima de um ano, que muitas vezes acabam por serem necessárias a algumas empresas. Assim, além do difícil acesso e do alto custo, as empresas enfrentam outro problema em relação ao crédito: conseguem retorno rápido para que possam honrar com seus compromissos em dia.

Gráfico 8 - Brasil: Prazos médios (em dias) das operações com juros prefixados, 2000-2006. (Fonte: Banco Central do Brasil).

Em relação ao mercado de capitais, Reis e Valadares (2004) afirmam que este é caracterizado, no Brasil, pela baixa capitalização, pouca liquidez e alto grau de concentração. O volume transacionado é baixo e são poucas as empresas listadas em bolsa de valores. Apresenta ainda um baixo número de transações por empresa listada. Dessa forma, poucas são as empresas que se beneficiam das vantagens desta forma de financiamento.

Segundo relatório do SEBRAE (Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas), o número de emissões de debêntures e notas promissórias nunca alcançou a casa de duas centenas, apesar do volume não ser tão baixo como se pode acreditar. De acordo com o relatório, trata-se de um mercado restrito às grandes empresas.

Dados do Banco Mundial para o ano de 2002 revelam que a capitalização das empresas listadas em bolsa, no Brasil, é de 26,9% do PIB, enquanto para a América Latina é de 27% e, para uma média dos países em desenvolvimento, 32,9%. Os países de maior renda apresentam uma capitalização de 83% e a média mundial é de 74,1%. Além disso, o valor total das ações negociadas, em porcentagem do PIB, é de 10,5%, valor este que só supera o valor para a América Latina (5,3%). Para os países em desenvolvimento o valor total das ações negociadas é de 17,6%, para os países de maior renda 144,5% e a média mundial é de 122,1% do produto.

Para Reis e Valadares (2004), os motivos que poderiam explicar o baixo desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil são a fraca proteção ao investidor, a baixa taxa de poupança, o alto direcionamento da poupança para o financiamento do setor público, a dificuldade de acesso a títulos privados e o alto custo de manutenção da empresa de capital aberto.

Assim, conforme pôde ser visto, o mercado de crédito no Brasil é ainda muito restrito. O acesso é baixo, normalmente mais fácil às grandes empresas. Além disso, há muito a ser realizado para o seu desenvolvimento e para o barateamento das operações. Os fundos de investimento em direitos creditórios surgem como uma alternativa, que será analisada no quinto capítulo deste trabalho.

1. O mercado de crédito para as micro e pequenas empresas

Muitos estudos já foram realizados na tentativa de demonstrar que o crescimento das micro e pequenas empresas leva ao desenvolvimento econômico. Em estudo de 2004, Beck, Demirguc-Kunt e Levine afirmam que o Banco Mundial, juntamente com agências de assistência, promove ajuda às pequenas e médias empresas baseado em três argumentos. O primeiro deles é que as pequenas e médias empresas aumentam a competição e o empreendedorismo, o que gera benefícios externos, aumentando a eficiência, a inovação e a produtividade agregada. O segundo argumento é que as pequenas e médias empresas são geralmente mais produtivas do que as grandes empresas, mas o mercado financeiro e outras instituições falham no provimento de crédito e impedem o desenvolvimento dessas. E, terceiro, alguns argumentam que as pequenas e médias empresas levam ao aumento do emprego porque são mais trabalho intensivo do que as grandes empresas. Porém, apesar dos argumentos favoráveis, os autores concluem que embora haja uma forte relação positiva entre desenvolvimento de pequenas e médias empresas e crescimento econômico, a relação não é robusta quando se controla para o viés de simultaneidade.

Em outro trabalho de teor similar, os autores concluem que indústrias que são compostas, na maioria, por pequenas firmas crescem mais rapidamente do que indústrias compostas por grandes empresas, em economias com sistema financeiro mais desenvolvido. Os resultados implicam que o desenvolvimento financeiro leva ao crescimento econômico porque reduz as restrições no crescimento das pequenas

empresas, ou seja, o desenvolvimento financeiro é mais determinante no crescimento de pequenas empresas do que no de grandes empresas.

As micro e pequenas empresas representam grande parte do total de empresas formais no Brasil. Segundo dados da RAIS-2003 (Relação Anual de Informações Sociais), as micro empresas somam 94,7% do total de estabelecimentos, enquanto as pequenas somam 4,5%, ou seja, em conjunto elas representam 99,2% do total de empresas no país.

Gráfico 9 - Brasil: Distribuição percentual do número de estabelecimentos, por porte, 2003. (Fonte: Relação Anual de Informações Sociais - RAIS-MTE).

Além disso, elas também empregam uma parcela significativa da população brasileira. Conforme pode ser visto no gráfico 10, os micro e pequenos estabelecimentos empregam 53% do total de trabalhadores no Brasil. As médias e grandes empresas somam 47% do total de trabalhadores.

As pequenas empresas foram as que obtiveram maior crescimento no número de empregados entre os anos de 2002 e 2003, com taxa de 3,9%, seguidas das micro empresas, que apresentaram um crescimento de 3,6% em relação ao ano anterior. Com relação ao crescimento do número de trabalhadores empregados, as

pequenas empresas também apresentaram a maior taxa, de 3,3%. As micro empresas aparecem em segundo lugar, com um crescimento de 3,0% no número de trabalhadores de um ano para outro. Pode-se notar também que as médias empresas foram as que obtiveram o pior resultado, tanto na variação do número de empresas como na variação do número de empregados, ficando em pior posição até do que as grandes empresas.

Dada a importância do segmento de micro e pequenas empresas no Brasil, uma questão que surge é em relação à capacidade de financiamento dessas empresas, para a promoção do seu crescimento e desenvolvimento da economia como um todo.

Gráfico 10 - Brasil: Distribuição percentual do número total de trabalhadores, por porte de estabelecimento, 2003. (Fonte: Relação Anual de Informações Sociais - RAIS-MTE).

O principal obstáculo apontado pelos estudos feitos nesse sentido reside na falta de dados em relação ao crédito às micro e pequenas empresas. Vale ressaltar que este não é um problema exclusivamente brasileiro. O Banco Interamericano de Desenvolvimento afirma, em estudo sobre o assunto, que os

dados sobre o acesso ao crédito para pequenas e médias empresas simplesmente não existem em muitos países.

Gráfico 11 - Brasil: Variação percentual no número total de estabelecimentos, por porte, 2003/2002. (Fonte: Relação Anual de Informações Sociais - RAIS-MTE).

Neste mesmo estudo, o Banco Interamericano de Desenvolvimento utiliza dados provenientes do *World Business Environment Survey* (WBES) para analisar as restrições de acesso ao crédito para as pequenas e médias empresas. Os dados apresentam informações sobre mais de 10.000 empresas em 81 países para os anos de 1999-2000. Dessas, mais de 2.000 empresas se localizam em 20 países da América Latina e 80% da amostra é classificada como pequena empresa (nesse caso, empresas com até cinquenta empregados).

Para a América Latina, o segundo maior obstáculo para o desenvolvimento das pequenas empresas percebido pelos empresários é a falta de financiamento, e o terceiro a inflação. A resposta mais recorrente foi a de que os crimes eram o maior obstáculo para o desenvolvimento.

A falta de financiamento é o maior obstáculo ao desenvolvimento para 46% dos pequenos empreendimentos, para 41% dos médios negócios e apenas para 26% das grandes empresas, ou seja, o financiamento é claramente um problema menor para essas últimas.

Gráfico 12 - Brasil: Variação percentual no número de trabalhadores, por porte de estabelecimentos, 2003/2002. (Fonte: Relação Anual de Informações Sociais - RAIS-MTE).

Além disso, as pequenas e médias empresas têm menor acesso ao crédito bancário do que as grandes empresas. O estudo conclui que parece haver relação entre o tamanho e a dificuldade de financiamento, mas alerta que podem existir outras explicações, tal como a “idade” da empresa.

De qualquer forma, para a amostra mundial, percebe-se que a severidade da restrição ao financiamento decresce conforme aumenta o tamanho da empresa. Em relação às grandes empresas, as pequenas têm 10,3% a mais de dificuldade em obter financiamento e as médias 7,3% a mais. Em relação ao financiamento bancário, as pequenas empresas tem 23% menos acesso em relação às grandes e as médias 6,8% a menos.

As pequenas empresas da América Latina são as que sofrem a segunda maior restrição ao financiamento no mundo, de acordo com a percepção de seus executivos, só não superando o sul da Ásia. Em contrapartida, as grandes empresas na América Latina têm uma das menores restrições do mundo ao financiamento. Além disso, as pequenas empresas não têm acesso a outros tipos de fontes, baseando seu financiamento, quase exclusivamente, em fontes informais, tais como a família e emprestadores informais. As fontes informais são três vezes maiores para a América Latina do que para os países da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico).

As regressões do estudo sugerem que as pequenas empresas na América Latina possuem uma desvantagem em comparação com outras partes do mundo. A diferença do acesso ao financiamento bancário entre pequenas e grandes empresas é significativamente maior no caso dos países latino-americanos comparados com os países da OCDE.

No estudo são sugeridas quatro causas para a dificuldade de acesso ao crédito para pequenas e médias empresas. A primeira delas é o alto custo fixo de financiamento para os bancos. A segunda é o *enforcement* imperfeito dos contratos, seguido pela dificuldade de se receber o valor emprestado, em caso de falência. Por último, se verifica o problema da informação assimétrica, já discutido anteriormente.

Outros problemas são apontados. Quanto menor o número de bancos estrangeiros existentes no país, maiores os obstáculos ao financiamento. Além disso, a existência de cadastros privados de crédito leva a uma melhora no problema da restrição ao financiamento, principalmente para as pequenas e médias empresas.

Baixos níveis de desenvolvimento institucional e alta concentração bancária aumentam as dificuldades de acesso ao crédito para essas empresas. Em

contrapartida, direitos bem definidos do prestador aumentam o acesso ao crédito para as empresas de menor porte. Além disso, grandes oscilações na dívida pública e no produto interno também dificultam o acesso ao crédito às pequenas e médias empresas.

O SEBRAE/SP (Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas) desenvolveu um diagnóstico da oferta e demanda de serviços financeiros a partir de pesquisas realizadas em 1999 e 2004, envolvendo 450 empresas do estado de São Paulo, distribuídas de forma homogênea entre indústria, comércio e serviços. Os autores do estudo afirmam que, “mesmo referindo-se apenas a São Paulo, o trabalho exprime bem as relações entre o universo das micro e pequenas empresas formais com o sistema bancário”.

Os autores diagnosticam que o sistema financeiro brasileiro, apesar de ser muito desenvolvido, sofisticado e complexo, não atende as necessidades de micro e pequenas empresas, devido ao alto custo e dificuldade de acesso ao crédito bancário. Assim, a capacidade de crescimento das micro e pequenas empresas fica limitada tanto por não ter o acesso necessário quanto por comprometer grande parte de seus lucros para pagamento dos altos juros.

Um ponto ressaltado é que o crédito de longo prazo é proveniente de fontes públicas, essencialmente. Além disso, há uma grande dificuldade de colocação de papéis de dívida e ações no mercado por grande parte das micro e pequenas empresas, por se tratar de um segmento muito concentrado em grandes empresas.

Conforme pode ser visto no gráfico 13, apenas 22% das micro e pequenas empresas tomaram empréstimos bancários em 2004 (utilizavam empréstimo no momento da entrevista). Apesar de se perceber uma tendência de aumento nos

empréstimos, esse percentual ainda é muito baixo. Ademais, a maior parte do crédito é concedida por bancos oficiais, o que demonstra que as ações do governo têm dado resultados, ainda que tímidos. De qualquer forma, somente 37% das micro e 56% das pequenas empresas já tomaram crédito bancário em algum momento (61% das micro e pequenas empresas nunca tomaram crédito bancário).

Uma contradição apresentada no estudo é que quando o empresário procura tomar o empréstimo em seu nome ou no nome de sócios, parentes e amigos, ou seja, a pessoa física, a obtenção desse é relativamente fácil: 89% dos que tentaram obtiveram êxito. Uma possível razão para tal fato é que o empréstimo à pessoa física é mais rentável ao banco, por possuir taxas mais altas.

Gráfico 13 - Estado de São Paulo: Proporção de micro e pequenas empresas que utilizaram empréstimos bancários. 2000-2004. (Fonte: SEBRAE/SP).

Outro dado relevante é que 40% dos proprietários de micro e pequenas empresas já utilizaram recursos pessoais para pagar as contas do estabelecimento uma ou duas vezes no ano. Ademais, 26% já o fizeram de três a onze vezes no ano.

As razões alegadas pelos bancos para não concederem empréstimo às micro e pequenas empresas são apresentadas no gráfico 14. Um ponto importante a

ressaltar é que 40% dos empréstimos foram negados por falta de garantias, o que não condiz com o fato de que a pessoa física, conforme visto anteriormente, tenha conseguido. O estudo supõe que o empresário prefere manter os bens em seu nome e não no nome da empresa ou, ainda, que os bancos julguem mais fácil a cobrança à pessoa física.

Uma observação deve ser feita em relação a esses dados. Somente 4% dos empréstimos foram negados por apresentarem projetos inviáveis, ou seja, muitos dos projetos negados possivelmente trariam lucros ao empreendedor e, portanto, garantiriam o pagamento do empréstimo. Os bancos se preocupam mais com as garantias do que com o projeto em si, o que aumenta a dificuldade de obtenção do empréstimo, já que boa parte dos empreendedores brasileiros não possui garantias no momento de abertura do negócio. Assim, apesar de o Brasil ser um dos países mais empreendedores do mundo, a falta de financiamento limita essa capacidade.

Gráfico 14 - Estado de São Paulo: Razões alegadas pelos bancos para não darem empréstimos às MPEs, segundo as empresas com propostas de crédito negadas, 2004. (Fonte: SEBRAE/SP).

O estudo do SEBRAE ressalta que ainda que as micro e pequenas empresas necessitem de financiamento, grande parte dos problemas poderia ser resolvida com a melhora na administração do fluxo de caixa dessas, pois as empresas pagam muito mais à vista do que recebem (57% das despesas são pagas à vista e apenas 51% das receitas são recebidas à vista). Apenas 51% das receitas vencem em até dois meses enquanto 69% das obrigações vencem nesse mesmo prazo.

Se o empréstimo bancário fosse fácil e barato, somente 51% das empresas desejariam tomá-lo. As razões citadas para não tomarem o empréstimo foram a aversão a tomar crédito (38%), a não necessidade no momento (29%), a certeza de não poder pagá-lo (24%), a desconfiança quanto a política econômica (7%) e outras razões (2%).

Os empresários citaram, como medidas que poderiam facilitar o acesso ao crédito, a redução dos juros (53%), redução da burocracia (29%), redução de taxas/impostos (10%), maior prazo para pagamento (4%) e outras razões (4%).

Algumas medidas foram tomadas para que o acesso ao crédito fosse facilitado pelas micro e pequenas empresas no Brasil. A criação dos correspondentes bancários é uma delas, além da criação de contas especiais para a população de baixa renda, que elevou os índices de acesso ao sistema bancário. O microcrédito (ou crédito produtivo) também tem sido objeto de políticas por parte do governo.

O aumento no número de cooperativas facilita o desenvolvimento de micro e pequenas empresas, principalmente quando essas são de crédito e microbancos. Ademais, a criação de sociedades de crédito ao microempreendedor também

favorece o acesso ao crédito. Os gráficos 15 e 16 demonstram o crescimento dessas duas modalidades.

O número de cooperativas autorizadas a funcionar aumentou mais de 16% entre 1999 e 2003 e as sociedades de crédito ao microempreendedor chegavam a quase cinquenta em 2003.

Gráfico 15 - Brasil: Evolução do número de cooperativas autorizadas a funcionar, 1999-2003. (Fonte: Banco Central do Brasil).

Algumas medidas ainda devem ser tomadas, conforme estudos indicam. A informação relativa às micro e pequenas empresas deve ser barateada e acessível a todo o sistema financeiro. A criação de cadastros positivos e desenvolvimento de sistemas de *credit scoring* são algumas sugestões apontadas, além da simplificação das contas bancárias e parcerias entre organizações de microcrédito e bancos.

Nesse sentido, Agarwal, Chomsisengphet e Liu (2002) mostram que para as empresas americanas a probabilidade de *default* de micro e pequenas em empréstimos bancários é determinada pelas características do dono da firma e da informação financeira disponível relativa à empresa. Três variáveis são determinantes para o risco de *default* de um empréstimo: o balanço da conta

corrente do dono da empresa, o tipo de garantia que ele possui e os *credit scores* tanto do dono da empresa como dela própria. Os autores concluem que a existência de garantias por parte do proprietário do negócio é determinante para um menor risco de *default* em um empréstimo bancário. Um aumento do saldo médio em conta corrente também reduz o risco de não pagamento. Além disso, uma melhora nos *credit scores* tanto do dono como do da empresa reduz a probabilidade de a firma não pagar o empréstimo. Por fim, demonstram que o efeito marginal de uma deterioração no *credit score* do dono é maior para pequenas empresas do que para grandes empresas e o efeito de uma deterioração no *credit score* da firma é maior para grandes empresas do que para pequenas.

Gráfico 16 - Brasil: Evolução do número de sociedades de crédito ao microempreendedor autorizadas a funcionar, 1999-2003. (Fonte: Banco Central do Brasil).

Em relação ao mercado de capitais, deve haver uma maior proteção ao acionista minoritário e aumento do *enforcement* por parte das empresas. Há necessidade de maior fiscalização, melhoria do padrão contábil brasileiro e queda

nos custos para abertura de capital. Além disso, há necessidade de uma maior padronização de debêntures para que haja a possibilidade de desenvolvimento de um mercado secundário.

Outro ponto importante é em relação ao sistema legal. Deve-se diminuir a fragilidade dos direitos de propriedade, além de garantir aos credores uma maior facilidade de execução de dívida.

Como se pode perceber, ainda há muito a ser realizado no Brasil para que haja um maior acesso ao crédito por parte de empresas de menor porte. Muitas medidas já vêm sendo tomadas, como a criação de cooperativas e sociedades de crédito, mas há necessidade de um maior empenho para que o desenvolvimento do sistema financeiro leve ao crescimento de micro e pequenas empresas que, por sua vez, podem incrementar o produto nacional, reduzindo as disparidades de renda e aumentando a qualidade de vida da população brasileira.

IV - FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS: DEFINIÇÕES E ASPECTOS LEGAIS

Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) e os fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FICFIDCs) foram autorizados a funcionar, no Brasil, pela Resolução 2.907 do Banco Central do Brasil, de 29 de novembro de 2001. Esses fundos baseiam-se na securitização de créditos advindos de empréstimos, financiamentos (inclusive imobiliários), operações de arrendamento mercantil (*leasing*) entre outros.

A palavra securitização provém do termo inglês “securities”, que significa valores mobiliários e títulos de crédito. A securitização seria a conversão de determinados créditos em lastro para emissões de títulos ou valores mobiliários a serem emitidos posteriormente. Simplificando, a securitização dos chamados recebíveis ocorre a partir da cessão de determinados créditos por parte de uma instituição financeira, denominada cedente, que ela detém para com terceiros, a outra instituição, para que essa emita títulos no mercado de capitais.

Inicialmente as condições para a cessão de créditos no Brasil foram estabelecidas pela Resolução 2.686 do Banco Central do Brasil, de 26 de janeiro de 2000. Posteriormente, a Resolução 2.836/2001, também do Banco Central, alterou e consolidou tais normas.

A princípio, pela redação da Resolução 2.686, era permitida a cessão de créditos oriundos de operações realizadas por bancos múltiplos, comerciais, de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, companhias hipotecárias, associações de poupança e

empréstimo e pela Caixa Econômica Federal (CEF) somente a sociedades anônimas que tinham como objeto exclusivo a aquisição desses créditos. A Resolução 2.836 permitiu que as instituições financeiras passassem a ceder créditos oriundos de operações de empréstimo, de financiamento e de arrendamento mercantil a instituições de mesma natureza.

Também é permitida, por parte de instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil, a cessão de créditos a pessoas não integrantes do Sistema Financeiro Nacional, desde que alguns requisitos sejam atendidos. São eles: a proibição à existência de coobrigação da cedente e à recompra de créditos, além da imposição de que a liquidação das operações seja efetuada à vista. A Resolução 2.836 permite, ainda, a aquisição de direitos creditórios de pessoas não integrantes do Sistema Financeiro Nacional.

Segundo Almeida (2005), a securitização permite a distribuição de risco para um grande grupo de investidores e tomadores, já que ela não está concentrada em um único originador ou em um pequeno grupo de financiadores. Além disso, o autor afirma que esta é uma alternativa de financiamento mais eficiente às empresas, pois se baseia na expectativa do comportamento financeiro de determinados ativos e não no resultado financeiro do originador dos ativos. Outro ponto positivo ressaltado é que essa forma de financiamento permite a desintermediação financeira, aumentando o crédito disponível no mercado.

Segundo informações do *site* Uqbar (www.uqbar.com.br), a securitização no mercado brasileiro tem um histórico modesto; porém, com a nova regulamentação para dois novos tipos de entidades emissoras – companhias securitizadoras e fundos de investimento em direitos creditórios – houve um aumento significativo da expectativa para tal mercado.

A instrução nº 356 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de 17 de dezembro de 2001, regulamenta a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações de FIDCs e de FICFIDCs. Tal instrução foi modificada em 22 de julho de 2003 pela Instrução CVM nº 393.

Os direitos creditórios são definidos, pela legislação, como os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, *warrants*, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega e prestação futura, bem como os títulos ou certificados representativos desses contratos, além de direitos e títulos representativos de créditos de natureza diversa reconhecidos pela CVM. As aplicações em *warrants* e contratos mercantis, além dos títulos ou certificados representativos desses contratos, possuem uma especificidade: devem contar com garantia de instituição financeira ou sociedade seguradora.

A característica básica de um fundo de investimento em direitos creditórios é que ele deve possuir parcela superior a cinquenta por cento de seu patrimônio líquido (PL) em direitos creditórios, enquanto os FICFIDCs devem contar com, no mínimo, noventa e cinco por cento de seu PL em aplicações em cotas de FIDCs.

Os FIDCs podem ser fundos abertos ou fechados. Um fundo é considerado aberto quando os condôminos podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer tempo, desde que de acordo com o regulamento do fundo. Em um fundo fechado, o resgate de cotas somente se dá com o término do prazo de duração do fundo ou de cada série ou classe de cotas, ou ainda com a liquidação deste. Nos fundos fechados admite-se, ainda, a amortização de cotas, de acordo com o regulamento do FIDC ou por decisão da assembléia geral de cotistas.

As cotas de um FIDC somente podem ser adquiridas por investidores qualificados. De acordo com a Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, os investidores qualificados são: instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios. Também poderão ser admitidos, como cotistas de um fundo para investidores qualificados, os empregados e/ou sócios das instituições administradoras ou gestoras do fundo, expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM. Vale ressaltar, ainda, que a aplicação mínima em um FIDC é de R\$ 25.000 (vinte e cinco mil reais).

As cotas dos fundos de investimento em direitos creditórios podem ser de duas classes: seniores e subordinadas. A cota de classe sênior é aquela que não se subordina às demais para fins de amortização e resgate, enquanto as subordinadas sim. As cotas seniores de fundos fechados podem ser divididas em séries, ou seja, subconjuntos que se diferenciam exclusivamente nos prazos e valores de amortização, resgate e/ou remuneração. Uma característica particular dos FIDCs é que todas as suas emissões de classes ou séries de cotas devem ser classificadas por agências classificadoras de risco em funcionamento no país.

A existência de cotas subordinadas representa uma garantia adicional ao investidor que aplica recursos em cotas de FIDCs, já que normalmente estas são adquiridas pelas originadoras dos créditos cedidos ao fundo. Ademais, a

classificação das cotas por agência de *rating*, feitas trimestralmente, servem como uma sinalização da “qualidade” do fundo, já que as garantias da operação são constantemente revisadas.

Os FIDCs são regidos pelas leis citadas e também pelos seus respectivos regulamentos, e devem divulgar suas principais características por meio de um prospecto para distribuição pública. Além disso, toda e qualquer informação relativa ao fundo deve ser publicada em periódico de ampla divulgação e de conhecimento dos cotistas.

O investidor, quando de seu ingresso como condômino do fundo, deve receber as informações referentes à classificação de risco das cotas, uma cópia do regulamento do fundo e o respectivo prospecto. O regulamento deve conter informações como: a forma de constituição do fundo (aberto ou fechado); a taxa de administração ou o critério a ser usado para a sua determinação, além de todas as demais taxas e despesas; a taxa de desempenho ou de performance, se houver; as condições para emissão, negociação, amortização e resgate de cotas; o prazo de carência e/ou intervalo de atualização do valor da cota para resgate; o prazo de duração do fundo; os critérios de divulgação de informações aos condôminos; informações sobre a natureza dos direitos creditórios e a descrição dos mecanismos e procedimentos de cobrança destes, inclusive inadimplentes; os terceiros contratados para a prestação de serviços ao fundo, como o(s) gestor(es), consultoria especializada e custódia; a metodologia de avaliação dos ativos do fundo; a relação mínima entre o PL do fundo e o valor das cotas seniores; os procedimentos que devem ser tomados no caso de rebaixamento de classificação de cotas por agência classificadora de risco; os eventos de liquidação antecipada do fundo; e, por último, a política de investimento.

A ampla divulgação de todas essas informações, por parte da administradora do fundo, garante uma maior transparência ao FIDC, permitindo que os cotistas fiquem plenamente conscientes dos riscos que estarão correndo, caso adquiram cotas do fundo.

Em relação à política de investimento do fundo, vale ressaltar que esta deve especificar as características gerais do fundo, como os requisitos de composição e de diversificação da carteira, os riscos de crédito e de mercado a que o fundo está sujeito, o segmento de atuação do fundo, prever a possibilidade de realização de aplicações que coloquem em risco o patrimônio do fundo, além de esclarecer aos condôminos sobre os limites para a realização de aplicações em direitos creditórios da administradora e/ou de sua coobrigação. Além disso, todo regulamento deve deixar claro que os FIDCs não contam com garantia da administradora do fundo e nem do Fundo Garantidor de Créditos – FGC.

O funcionamento de um FIDC depende do prévio registro deste na CVM, mediante o protocolo de alguns documentos e informações, entre eles o regulamento e o prospecto do fundo. A CVM também exige que sejam apresentados os nomes do auditor independente responsável, do custodiante e da agência classificadora de risco.

Quanto à integralização, a amortização e o resgate de cotas de um FIDC, vale ressaltar que a legislação permite que essas sejam efetuadas em cheque, ordem de pagamento, débito e crédito em conta corrente, documento de ordem de crédito ou outro mecanismo de transferência de recursos autorizado pelo Banco Central do Brasil (BACEN). No caso de cotas seniores, essas somente podem ser resgatadas em direitos creditórios, desde que previsto no regulamento, na hipótese de liquidação antecipada do fundo.

Três situações implicam na liquidação antecipada de um fundo por parte da CVM. A primeira delas ocorre quando o fundo aberto não atinge o PL mínimo de R\$ 500.000 em noventa dias da data de protocolo de documentos deste na CVM. A segunda se refere à subscrição de cotas de um fundo fechado: se em 180 dias todas as cotas do PL inicial não forem subscritas sem que tenham sido canceladas dentro do prazo, a CVM pode determinar a liquidação do fundo. Por último, um fundo também pode ser liquidado quando mantiver PL médio inferior a R\$ 500.000 por três meses consecutivos, podendo, nesse caso, ser incorporado a outro FIDC. A CVM pode, a seu exclusivo critério, prorrogar os prazos citados por, no máximo, prazo igual ao inicial.

As cotas dos fundos fechados, como não podem ser resgatadas antes do prazo final, têm a prerrogativa de serem registradas para negociação secundária em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado. De qualquer forma, as cotas negociadas somente poderão ser adquiridas por investidores qualificados, ficando sob responsabilidade dos intermediários garantir a aplicação de tal regra.

A administração de um fundo de investimento em direitos creditórios, pela legislação, pode ser realizada por banco múltiplo, comercial, Caixa Econômica Federal, banco de investimento, sociedade de crédito, financiamento e investimento, sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários. A administradora de um FIDC tem poderes para praticar todos os atos necessários à administração do fundo e também para exercer os direitos inerentes aos direitos creditórios que integrem a carteira do fundo. Entre as obrigações dela estão: a manutenção da documentação relativa às operações do fundo, do registro dos condôminos, do livro de atas de assembléias gerais, do prospecto, dos demonstrativos trimestrais do fundo, dos relatórios do auditor

independente, entre outros; o recebimento de quaisquer rendimentos ou valores do fundo, diretamente ou por meio de instituição contratada; a entrega gratuita do regulamento aos condôminos, além da divulgação, em sua sede e agências e nas instituições que coloquem cotas do fundo, o valor do PL, o valor da cota, a rentabilidade acumulada no mês e no ano e os relatórios das agências de risco; o custeio das despesas de propaganda do fundo; e a atualização trimestral da classificação de risco do fundo e dos direitos creditórios e ativos componentes da carteira.

Em contrapartida, é vedado à administradora prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma nas operações do fundo, inclusive em mercados de derivativos. A administradora também não pode utilizar-se de ativos de sua própria emissão ou coobrigação como garantia às operações do fundo. Além disso, ela é proibida de efetuar aportes de recursos no fundo, de forma direta ou indireta, ressalvada a hipótese de aquisição de cotas deste.

Em nome do fundo, a instituição administradora é proibida de realizar operações com ativos não previstos em lei ou no regulamento, além de não poder aplicar recursos diretamente no exterior. Também é vedada a venda de cotas do fundo à prestação. As instituições administradoras não podem prometer rendimentos predeterminados aos condôminos dos FIDCs, mas normalmente elas divulgam uma rentabilidade alvo a ser alcançada por este.

Quanto ao custodiante, esse é o responsável por receber e analisar a documentação relativa aos direitos creditórios e validá-los de acordo com os critérios de elegibilidade elencados no regulamento do fundo. Além disso, o custodiante realiza a liquidação física e financeira dos direitos creditórios, a custódia, a administração e a cobrança destes.

É facultado à administradora contratar uma consultoria especializada para analisar e selecionar os direitos creditórios e os demais ativos integrantes da carteira do fundo. Conforme já citado, a carteira de um FIDC deve ter, no mínimo, 50% de seu PL em direitos creditórios após 90 dias do início de suas atividades, podendo a CVM prorrogar esse prazo por igual período, desde que o administrador apresente motivos que justifiquem a prorrogação. O restante da carteira pode ser composta por títulos do Tesouro Nacional (TN), do Banco Central do Brasil, créditos securitizados pelo TN, títulos de emissão de estados e municípios, certificados e recibos de depósito bancário e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS). O fundo também pode realizar operações compromissadas e operações em mercados de derivativos, essas últimas com o objetivo único de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas. Todos os dispêndios incorridos a título de prestação de margens de garantia em espécie, ajustes diários, prêmios e custos operacionais, decorrentes da manutenção de posições em mercados de derivativos, inclusive os valores líquidos das operações, devem ser considerados no cálculo do patrimônio líquido do fundo.

Em relação aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira de um FIDC, o total de emissão e/ou coobrigação de uma mesma pessoa jurídica, de seu controlador, de sociedades por ele direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum, bem como de um mesmo estado, município, fundo de investimento ou pessoa física não pode exceder 10% do patrimônio líquido do fundo, enquanto o limite para emissão e/ou coobrigação de uma mesma instituição financeira e suas coligadas não pode exceder 20% do PL. Os percentuais devem ser cumpridos diariamente, com base no PL do dia útil imediatamente anterior. Tais limites podem ser ignorados caso haja expressa

declaração do fato no regulamento e prospecto do fundo. Vale ressaltar que a imposição de tais limites permite uma maior diversificação da carteira do fundo, o que acaba por reduzir a exposição ao risco dos investidores.

Todo FIDC deve ter escrituração contábil própria, com exercício social de um ano e data de encerramento fixada no regulamento do fundo. Além disso, a administradora deve, até o terceiro dia útil após o encerramento do mês anterior, disponibilizar à CVM o saldo das aplicações do fundo, o valor do patrimônio líquido, o valor da cota e a quantidade em circulação, os valores totais das captações e dos resgates no mês, o comportamento da carteira de direitos creditórios e as posições mantidas em mercados de derivativos. Esse procedimento permite que a CVM tenha maior controle sobre a evolução e o desempenho dos fundos em funcionamento.

Quaisquer atos ou fatos relevantes relativos ao fundo devem ser divulgados imediatamente pela administradora, garantindo acesso a todos os condôminos de informações que possam influenciar em sua decisão de permanecer ou não como cotista. Um exemplo de fato relevante é a alteração da classificação de risco das classes ou séries de cotas. Toda informação relativa ao fundo deve ser publicada sempre em um mesmo periódico, conforme já citado.

No máximo até dez dias do encerramento de cada mês, a administradora deve colocar à disposição dos condôminos o número de cotas de propriedade de cada um e o respectivo valor dessas, além da rentabilidade do fundo e do comportamento da carteira de direitos creditórios e demais ativos. Quanto às demonstrações financeiras do fundo, a administradora deve colocá-las à disposição de qualquer interessado que possa solicitá-las. A CVM exige ainda que, em todo material de divulgação que apresente informações referentes à rentabilidade

passada do fundo, seja advertido que a rentabilidade alcançada em momento anterior não representa garantia de resultados futuros.

Além da taxa de administração e da taxa de desempenho ou de performance, o fundo possui alguns outros encargos. Entre eles constam: taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas que recaiam sobre os bens, direitos e obrigações do fundo; despesas com impressão e publicação de relatórios em periódicos; despesas com correspondência de interesse do fundo; honorários de auditor independente e advogados; taxas de custódia; despesas com a contratação de agência classificadora de risco; entre outros. As demais despesas não citadas pela Instrução CVM nº 356 devem correr por conta da administradora.

Na hipótese de descumprimento das normas estabelecidas, a CVM pode determinar a convocação de assembléia geral de cotistas para decidir sobre a transferência da administração do fundo ou pela liquidação deste. Porém, vale ressaltar que, pela redação da Instrução CVM nº 393, a CVM poderá autorizar procedimentos específicos e dispensar o cumprimento de dispositivos constantes nas normas para FIDCs relacionados especificamente ao crédito social ou às micro, pequenas e médias empresas.

Percebe-se que a Comissão de Valores Mobiliários buscou exaurir todas as possíveis dúvidas em relação à constituição e ao funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios. Prova disso é a edição de norma particular para tal tipo de fundo.

Pela análise da legislação vigente também se conclui que não há qualquer impedimento legal à constituição de FIDCs voltados ao fomento mercantil de micro, pequenas e médias empresas. Ao invés disso, conforme visto anteriormente, há uma

possível facilitação e até um estímulo à constituição de tais fundos, já que as normas podem ser “afrouxadas” para estes.

Dada tal possibilidade, cinco fundos estão hoje em funcionamento no Brasil com o objetivo de financiar micro e pequenas empresas. A análise de tais fundos é realizada no próximo capítulo.

V - OS FIDCs COMO ALTERNATIVA AO FINANCIAMENTO DE MICRO E PEQUENAS EMPRESAS: UMA ANÁLISE DOS FUNDOS EM FUNCIONAMENTO NO BRASIL

Existem hoje, no mercado brasileiro, cinco fundos de investimento em direitos creditórios, que têm por objetivo o fomento mercantil para as micro, pequenas e médias empresas, por meio da aquisição de recebíveis performados daquelas que atuam nos segmentos comercial, industrial e de prestação de serviços. São eles: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Master Recebíveis LP (Master), Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multisetorial Lastro Performance LP (Lastro), Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multisetorial Esher LP (Esher), Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multisetorial Múltiplo LP (Múltiplo) e Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multisetorial Empresarial LP (Empresarial).

Os fundos são administrados pela Petra – Personal Trader Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. (Petra CTVM) e a gestão é realizada pela Petra Personal Trader Administração e Consultoria Ltda. Segundo informação dos prospectos dos fundos, a Petra CTVM é a maior sociedade corretora de valores do Estado do Paraná, além de ser a única sociedade não pertencente a conglomerado bancário a possuir autorização da CVM para escriturar cotas de fundos de investimento. A reputação da instituição administradora é sempre um ponto relevante para a credibilidade de um fundo e, portanto, para o seu desempenho.

O responsável pela custódia dos documentos e pela cobrança dos recebíveis relativos aos FIDCs em questão é o BankBoston. O auditor independente

contratado para a realização das auditorias nos cinco fundos é a BDO Trevisan Auditores Independentes. Vale ressaltar que as duas instituições são amplamente reconhecidas e respeitadas pelo mercado.

Em todos os casos, a administradora optou por contratar uma consultora para realizar a análise e seleção dos recebíveis que irão compor a carteira do fundo. Este somente adquire direitos creditórios que tenham sido selecionados pela consultora e que estejam de acordo com a sua política de investimento e critérios de elegibilidade. Além disso, o BankBoston também contratou as consultoras para que estas sejam as responsáveis e fiéis depositárias da documentação que evidencia o lastro dos recebíveis.

As consultoras contratadas são empresas de fomento mercantil (*factoring*) que receberam o “Selo de Qualidade ANFAC”, que é um certificado de qualidade de gestão, elaborado pela Austin Rating (Austin) para as sociedades de fomento mercantil filiadas à Associação Nacional das Sociedades de Fomento Mercantil – Factoring (ANFAC), pelos seus elevados padrões de qualidade em procedimentos operacionais e de controle.

Ao contrário do que se poderia esperar, os fundos de recebíveis para financiamento de micro e pequenas empresas não são concorrentes das empresas de *factoring*, pois eles acabam por depender delas, já que estas possuem a *expertise* para a análise e seleção de risco de crédito e para cobrança, permitindo aos fundos atender um maior número de empresas.

A consultora contratada pelo fundo Master foi a empresa SP Consultoria e Fomento Mercantil, que recebeu o selo de ‘boa qualidade’ de gestão elaborado pela Austin. O fundo Lastro tem como consultora a empresa Lastro Factoring Fomento Comercial Ltda., que recebeu o conceito ‘adequado’ da Austin devido à preocupação

da agência de risco em relação à possibilidade de aumento da carteira e a conseqüente necessidade de adequação do *modus operandi* da empresa, para que a performance desta não seja afetada.

O FIDC Esher tem como consultora a BLD Fomento Mercantil Ltda., que obteve o conceito 'adequado' da Austin por estar operando em estágio pré-operacional e ainda necessitar de uma carteira mínima para que uma melhor avaliação possa ser feita. Porém, o relatório da Austin ressalta que as perspectivas para a empresa são boas.

O fundo Múltiplo tem como consultora a empresa Banco Fomento Comercial Ltda., empresa esta que recebeu o selo de boa qualidade de gestão. Já o Empresarial atua com a Del Monte Factoring Fomento Mercantil Ltda., que obteve o conceito adequado de gestão e qualidade devido ao curto período de existência da empresa.

A Austin também classificou o risco das cotas a serem emitidas pelos fundos¹. Os fundos Master, Lastro e Múltiplo receberam o conceito A+, enquanto Empresarial e Esher receberam AA- e BBB, respectivamente. As cotas dos cinco fundos encontram-se na faixa de investimento prudente da classificação Austin.

O único fundo constituído sob a forma de condomínio fechado é o Empresarial. Master, Lastro, Esher e Múltiplo são condomínios abertos. Os fundos abertos têm prazo indeterminado para sua liquidação, enquanto o fundo Empresarial tem prazo de duração de 120 meses. Além disso, somente o Empresarial prevê, em seu regulamento, a amortização de cotas seniores. As cotas da primeira série serão amortizadas a partir do vigésimo quinto mês, à fração de um doze avos no primeiro mês, dois doze avos no segundo e assim sucessivamente, até o trigésimo sexto

¹ Para a escala de classificação dos *ratings* aplicados pela Austin Rating, vide Anexo A.

mês, em que a fração amortizada será igual a um. Vale notar que a duração das cotas da primeira série não é a mesma do fundo.

A carência para o pedido de resgate de cotas para os fundos abertos é de noventa dias para os fundos Lastro, Esher e Múltiplo e 180 dias para o Master. Além disso, como o fundo Empresarial é fechado e não permite o pedido de resgate antes do término de seu prazo de duração, as suas cotas devem ser registradas para negociação secundária no SOMAFIX (Mercado de Balcão Organizado de Renda Fixa administrado pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA).

O mínimo exigido de cotas subordinadas para os fundos abertos aqui tratados é de 25% do total do PL, enquanto para o fundo fechado é de 75%. Vale lembrar que as cotas subordinadas funcionam como um mecanismo de proteção às seniores, pois assumem todos os riscos do fundo e, em contrapartida, recebem toda a rentabilidade que for superior àquela esperada pelos cotistas seniores.

A taxa de administração dos cinco fundos é definida da mesma maneira, por meio da seguinte fórmula:

$$TA = \left(\left((1 + Tx + Tct)^{\frac{1}{252}} - 1 \right) \times PL_{(d-1)} + TC \right)$$

em que:

TA = taxa de administração;

Tx = 1% ao ano;

Tct = 0,42% ao ano, correspondentes à remuneração pelos serviços de controladoria do fundo;

$PL_{(d-1)}$ = patrimônio líquido do fundo no dia útil anterior;

TC = remuneração da empresa responsável pela análise e seleção de direitos creditórios.

Para os fundos aqui tratados, não há cobrança de taxa de ingresso ou de saída, e nem de taxa de performance. O preço unitário das cotas seniores, para os cinco fundos, foi de R\$ 1.000 em seus respectivos lançamentos. Além disso, o único fundo que apresenta valor total de oferta é o Empresarial, de R\$ 2.500.000.

Os critérios de elegibilidade dos direitos creditórios a serem adquiridos pelos fundos em análise são bastante similares. Todos exigem que o fundo só adquira recebíveis selecionados pela consultora e que tenham origem na venda mercantil ou prestação de serviços pelas cedentes aos seus clientes, pagos por meio de duplicatas sacadas contra os clientes ou cheques emitidos por esses. Ademais, os direitos creditórios somente serão aceitos pelos fundos desde que os sacados não tenham qualquer valor em atraso com o fundo na data da cessão. Entretanto, o Empresarial, por ser um fundo fechado, adicionalmente não permite a compra de direitos creditórios com prazo de vencimento superior à data de encerramento do fundo.

A diferença entre as exigibilidades está nas concentrações máximas permitidas por sacado. O FIDC Master permite uma concentração de até 2,5% do PL do fundo para uma mesma pessoa física e até 10% para uma mesma pessoa jurídica. O Lastro não faz diferença entre pessoas físicas ou jurídicas: a concentração máxima permitida por sacado é de 15% do PL. Os fundos Múltiplo e Empresarial também não diferenciam pessoas físicas e jurídicas, permitindo concentração de até 10% e 8% do PL, respectivamente.

O fundo Esher apresenta uma especificidade: três empresas, previamente definidas no prospecto, podem representar até 100% do PL do fundo. São elas: Emporio de Iguarias PG Ltda., Wobben Windpower Ind. e Com. Ltda. e Tecsis Tecnologia e Sistemas Avançados Ltda. Para outras empresas, o limite para direitos

creditórios liquidados por meio de cheques é de R\$ 10.000 por cedente e R\$ 1.000 por sacado, enquanto para direitos representados por duplicatas o limite é de R\$ 300.000 por cedente e R\$ 200.000 por sacado.

Os regulamentos dos cinco fundos prevêem o direito de regresso contra as consultoras. Isso significa que, caso a Administradora perceba a não adequação de recebíveis aos critérios de elegibilidade do fundo, a consultora é obrigada a adquirir esses recebíveis pelo valor registrado na carteira do fundo.

O direito de regresso e a imposição dos limites por sacado promovem uma maior segurança ao fundo, tanto por forçar uma boa seleção de recebíveis por parte da consultora, como por permitir que os fundos tenham uma maior diversificação em seu *portfolio*, promovendo uma redução nos riscos. Possivelmente o Esher recebeu o pior conceito da empresa classificadora de risco para suas cotas por permitir a concentração de todo o PL em uma só empresa, fato este que faz surgir dúvidas em relação à capacidade da consultora em originar recebíveis suficientemente qualificados.

A rentabilidade alvo do fundo Master é de 125% da variação acumulada das taxas médias diárias dos Depósitos Interfinanceiros (CDI) 'Over Extra-grupo', em base 252 dias úteis, divulgada pela CETIP (Câmara de Custódia e Liquidação). O Lastro tem como rentabilidade alvo 101% do DI, enquanto Esher, Múltiplo e Empresarial objetivam 107%, 110% e 105% do DI, respectivamente.

Vale notar que existe um descasamento de taxas, que é um risco adicional aos fundos. Enquanto a maior parte dos recebíveis cedidos é prefixada, a remuneração-alvo dos fundos é pós-fixada, atrelada ao CDI. Porém, este é normalmente um procedimento padrão nos fundos de investimento em direitos

creditórios, pois quase a totalidade desses fundos tem a rentabilidade atrelada ao CDI e recebíveis prefixados.

A primeira integralização de cotas do fundo Master ocorreu no dia 06 de março de 2006, o que torna difícil uma análise mais profunda do desempenho deste. Dados da Comissão de Valores Mobiliários demonstram que o valor do patrimônio líquido do fundo, ao final de março, era de R\$ 232.568,84 e este apresentou uma rentabilidade negativa de 4,66% desde o início de seu funcionamento. Porém, nada se pode afirmar sobre este resultado, já que o período analisado não chega a ser nem de um mês completo.

O FIDC Lastro teve a sua primeira integralização de cotas em 24 de fevereiro de 2006. Seu patrimônio líquido saltou de R\$ 300.000 no final de fevereiro para R\$ 941.658,68 no fim de março, apresentando uma rentabilidade de 0,18% em março. O fundo contava, ao final de março, com 374 cotas seniores e 566 subordinadas.

Em 15 de fevereiro de 2006 se deu a primeira integralização de cotas do fundo Esher. O fundo apresentava um PL de R\$ 499.933,19 ao final de fevereiro e passou a R\$ 2.466.712,74 ao final de março. Durante o mês de março o fundo apresentou rentabilidade de 0,47%. Ressalta-se que o fundo ainda não conta com cotistas seniores e nem com aplicações em direitos creditórios.

A primeira integralização do FIDC Múltiplo ocorreu em 16 de janeiro de 2006. Desde então, o seu patrimônio líquido passou de R\$ 219.569,45 no fim de janeiro a R\$ 2.449.008,70 em março. Para dados de março, o fundo contava com setenta e nove cotas seniores e 2311 cotas subordinadas. A rentabilidade apurada em março foi de 3,40%.

O fundo Empresarial teve sua primeira integralização de cotas em 20 de dezembro de 2005. O PL do fundo passou de R\$ 217.831,99 em dezembro para R\$ 2.401.527,68 em março, mês em que a rentabilidade apurada foi de 2,91%. O fundo opera somente com cotas subordinadas e, pelo relatório divulgado no *site* da CVM, a rentabilidade apurada apresenta o desempenho esperado.

Qualquer análise mais profunda dos FIDCs é dificultada pela inexistência de uma série mais longa de evolução de patrimônio líquido e de rentabilidade dos fundos. Porém, se as rentabilidades apresentadas forem comparadas com uma média simples das rentabilidades de todos os outros FIDCs em funcionamento no Brasil, que foi de 0,90% em fevereiro², pode-se dizer que os cinco fundos em análise têm mantido um desempenho suficientemente adequado. Além disso, um atenuante para o risco inerente às aplicações em fundos de investimento em direitos creditórios é a grande quantidade de cotas subordinadas que foram integralizadas e adquiridas pelas próprias cedentes: como elas próprias comprem, é de se esperar que a atividade, além de bem estruturada, seja formada por papéis de boa qualidade.

Do ponto de vista do investidor, as vantagens da aplicação em um FIDC são a redução da carga tributária (só incide imposto de renda), a maior segurança na segregação dos créditos em caso de falência das cedentes e a existência de cotas subordinadas. Porém, o objeto de estudo do presente trabalho é demonstrar a vantagem que um FIDC pode proporcionar a micro e pequenos empresários, por meio do financiamento desses.

Além de ampliar o acesso ao mercado de capitais por parte desses empresários, o FIDC lança a possibilidade deles captarem recursos mais baratos no mercado. Desse modo, buscou-se comparar as taxas médias cobradas pelas

² Fonte: ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimentos).

instituições financeiras para conceder empréstimos a micro e pequenas empresas e a taxa de desconto aplicada ao valor de face dos recebíveis adquiridos pelo fundo.

Inicialmente, é oportuno esclarecer a forma como é calculada tal taxa de desconto. Para os FIDCs Lastro, Esher, Múltiplo e Empresarial a taxa é chamada de taxa mínima para aquisição dos direitos creditórios, Tmc, e corresponde à soma entre o *benchmark* das cotas seniores e os custos anuais em relação ao patrimônio do fundo. Ela é expressa conforme a fórmula:

$$Tmc = b + cp$$

em que:

Tmc = taxa mínima de cessão (%aa);

b = *benchmark* das cotas seniores (CDI %aa);

cp = custos anuais (%aa) em relação ao patrimônio (engloba administração, gestão, escrituração, controladoria, custódia, auditoria, publicações etc).

Esta metodologia de cálculo, bem como o valor dos custos anuais para cada fundo, foi divulgada nos prospectos definitivos destes. Vale ressaltar que até o momento da conclusão do presente trabalho, o prospecto definitivo do FIDC Master ainda não havia sido divulgado.

Para o FIDC Lastro, a Tmc corresponde à soma entre 101% do CDI e 3,0340% referentes aos custos anuais do fundo. Para o Esher, ela corresponde a 107% do CDI mais 3,5340%. Os custos anuais do Múltiplo correspondem a 2,5340%, que somados à 110% do CDI formam a Tmc do fundo. Por último, a Tmc do FIDC Empresarial é a soma entre 105% do CDI e 2,6340%.

A partir de uma média mensal calculada para o CDI, chegou-se a uma aproximação para as Tmcs dos fundos em análise. O objetivo de tal exercício é comparar as possíveis taxas de desconto praticadas pelos fundos e as taxas

praticadas pelas instituições financeiras que atuam no mercado brasileiro, na concessão de crédito a pessoas jurídicas.

É oportuno salientar que um contato foi feito com a instituição administradora no sentido de obter as reais taxas praticadas. Porém, apesar da solicitude de seus funcionários, ela não informou os valores que estavam sendo praticados.

Gráfico 17 – Taxas mínimas para aquisição dos direitos creditórios e taxas de juros prefixadas para operações selecionadas, porcentagem ao ano, nov/2005-fev/2006. (Fonte: Cetip – Câmara de Custódia e Liquidação e Banco Central do Brasil).³

O gráfico 17 traz as Tmcs dos fundos Múltiplo, Esher, Lastro e Empresarial, além das taxas de juros médias prefixadas praticadas pelas instituições financeiras brasileiras, para as operações de conta garantida, desconto de duplicatas, capital de giro, aquisição de bens para pessoas jurídicas e desconto de notas promissórias.

³ Para as tabelas que deram origem ao gráfico 17, bem como para a metodologia adotada no cálculo das taxas, vide anexos B e C.

A primeira observação a ser feita é, sem dúvida, que as taxas de desconto aplicadas aos direitos creditórios adquiridos pelos fundos são muito menores do que aquelas praticadas pelo mercado. Elas giram entre 19% e 23%, bem abaixo dos 28% das operações de aquisição de bens que, conforme pode ser visto, são as mais baratas no mercado brasileiro de crédito.

De acordo com o gráfico, as taxas para conta garantida chegaram a mais de 70% em dezembro do último ano. As taxas para desconto de duplicatas, operação parecida com a que o empresário realiza com o FIDC, passa dos 40% ao ano. Já o desconto de notas promissórias chegou a quase 60% ao ano em fevereiro de 2006.

Em relação à dificuldade de se estruturar um FIDC composto por recebíveis de micro e pequenas empresas, o ponto ressaltado pela instituição administradora foi relativo ao desenvolvimento de um sistema computadorizado que coloque em tempo real todas as operações realizadas. Além do custo envolvido em disponibilizar uma central, existe a dificuldade de instalação do software em cada empresa que objective ceder seus direitos ao fundo. Porém, tal dificuldade possivelmente será ultrapassada quando o sistema estiver completamente desenvolvido, atendendo todas as demandas, tanto da consultora e administradora como dos empresários envolvidos.

O ponto positivo ressaltado pela instituição administradora é que os fundos trabalham somente com créditos performados, o que permite uma maior transparência e menores conflitos com as empresas cedentes.

Por fim, além de os fundos de investimento em direitos creditórios aparecerem como um fator de ampliação do crédito disponível no mercado brasileiro, percebe-se que a estruturação de um FIDC com o objetivo de financiar

micro e pequenas empresas é uma operação atrativa para ambas partes: de um lado o investidor tem um retorno razoável com risco reduzido e, de outro, o pequeno empresário é capaz de se financiar a taxas muito mais acessíveis do que aquelas praticadas pelos bancos.

VI - CONSIDERAÇÕES FINAIS

Evidências mostram que as micro e pequenas empresas desempenham papel importante, senão determinante, na economia de um país. Dessa forma, é de grande interesse que estas possam crescer e contribuir mais ativamente para o crescimento econômico.

Uma questão bastante relevante que surge é em relação à capacidade de financiamento dessas empresas. De um lado existe o racionamento, ocasionado pela assimetria de informações no mercado de crédito. De outro, as altas taxas praticadas pelas instituições que concedem crédito.

A dificuldade relativa à concessão de empréstimos às micro e pequenas empresas está centrada nos altos custos de transação. Os bancos têm grande dificuldade em obter informações relativas a essas empresas e, assim, obter uma boa análise do risco que elas representam. Dessa forma, as instituições preferem aumentar o *spread* cobrado para compensar a alta inadimplência enfrentada. O fraco sistema legal existente no Brasil, em que a execução de garantias é tarefa quase impossível, também contribui para o aumento de taxas ou para o racionamento de crédito.

Conforme pôde ser visto, o mercado brasileiro de crédito é ainda muito restrito, apresentando baixo percentual concedido em relação ao PIB. Os micro e pequenos empresários encontram grande dificuldade em acessar crédito, e, quando o conseguem, têm grandes dificuldades em honrar seus compromissos, pois o crédito é ainda muito caro para as micro e pequenas empresas.

O objetivo deste estudo foi tentar avaliar a possibilidade de utilização dos fundos de investimento em direitos creditórios como uma alternativa ao financiamento desse segmento de mercado.

Não existe qualquer impedimento legal à estruturação de FIDCs que objetivem fomentar micro e pequenas empresas. Ao contrário, na legislação pertinente a esses fundos, existe um certo estímulo à criação desses com tal propósito.

Um lado positivo é que hoje, no Brasil, o mercado de fundos de investimento em direitos creditórios é muito bem estruturado, graças ao empenho de instituições que visam garantir um melhor desempenho do mercado de capitais no país. Esse tipo de fundo conta com legislação específica, bem formulada, reduzindo o risco de tal aplicação. Além disso, os investidores têm se mostrado bastante interessados em tal modalidade de investimento, dado o alto crescimento no número de aplicações em FIDCs.

Quando da idealização deste trabalho, nada sobre o assunto havia sido pesquisado. Acreditava-se na possibilidade de utilização de tais fundos para o fomento de micro e pequenas empresas, mas não se tinha qualquer notícia sobre uma possível estruturação de um fundo com tal propósito. Felizmente, ao final do último ano, teve-se a notícia de que cinco fundos estariam sendo estruturados para o financiamento dos pequenos negócios.

Os fundos Master, Lastro, Esher, Múltiplo e Empresarial, administrados pela Petra CTVM, entraram em funcionamento há pouco tempo, porém já se mostram como uma alternativa viável ao financiamento dos pequenos negócios de maneira mais simplificada e barata.

Utilizando-se de uma empresa de *factoring*, os FIDCs são capazes de selecionar bons papéis para a carteira do fundo, proporcionando uma boa rentabilidade aos investidores, a um menor risco. Do lado do empresário, a securitização de seus recebíveis minimiza o seu risco de crédito, aumentando seu acesso, pois o risco analisado passa a ser de seu sacado. Além disso, o direito de regresso dos maus créditos funciona como uma execução de garantias viável, o que não ocorre no mercado comum de crédito. Essas duas características promovem a possibilidade de cobrança de menores taxas dos micro e pequenos empresários, conforme foi visto no trabalho.

Dessa forma, acredita-se que dificuldades podem ser superadas, pois os FIDCs já se mostram como uma alternativa viável e promissora no provimento de crédito a pequenos negócios, já que de um lado existiriam investidores satisfeitos com suas aplicações e, de outro, empresários acessando crédito fácil e mais barato, o que levaria, necessariamente, a um melhor desempenho da economia brasileira.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, M. P. *A Securitização de Recebíveis como Alternativa ao Racionamento de Crédito: Uma Análise do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios*. 2005. 98 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, mar de 2005.

AGARWAL, S.; CHOMSISENGPHET, S.; LIU, C. *Determinants of Small Business Default*. Disponível em: <<http://www.fma.org/Chicago/Papers/SmallBusinessDefault.pdf>>. Acesso em 27 de novembro de 2005.

BAKKER, M. H. R.; KLAPPER, L.; UDELL, G. F. *Financing Small and Medium-size Enterprises with Factoring: Global Growth in Factoring – and Its Potential in Eastern Europe*. Warsaw, may 2004. Disponível em <http://econ.worldbank.org/external/default/main?imgPagePK=64202990&entityID=000112742_20040722174142&menuPK=64210521&pagePK=64210502&theSitePK=478060&piPK=64210520>. Acesso em 15 de janeiro de 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Evolução do Sistema Financeiro Nacional*. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?REVSFN200312>>. Acesso em 15 julho de 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Juros e Spread Bancário no Brasil*. Brasília, out de 1999. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/ftp/juros-spread1.pdf>>. Acesso em 27 julho de 2005.

BRAGA, M. B. *Algumas considerações teóricas e implicações decorrentes da relação contratual entre credor e devedor sob a hipótese de existência de assimetria de informação*. Maio 2000. Disponível em: <<http://www.cpq.fearp.usp.br/html/eco/indice.html>>. Acesso em 19 de outubro de 2005.

BRASIL. *Banco Central do Brasil*. Autoriza a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Resolução 2.907, 29 de novembro de 2001. Disponível em <www.bcb.gov.br>. Brasília, 2001.

BRASIL. *Banco Central do Brasil*. Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários. Resolução 2.686, 26 de janeiro de 2000. Disponível em <www.bcb.gov.br>. Brasília, 2000.

BRASIL. *Banco Central do Brasil*. Altera e consolida normas sobre cessão de créditos. Resolução 2.836, 30 de maio de 2001. Disponível em <www.bcb.gov.br>. Brasília, 2001.

BRASIL. *Comissão de Valores Mobiliários*. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de

investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Instrução 356, 17 de dezembro de 2001. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Brasília, 2001.

BRASIL. *Comissão de Valores Mobiliários*. Altera a Instrução CVM 356/01, que regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Instrução 393, 23 de julho de 2003. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Brasília, 2003.

BRASIL. *Comissão de Valores Mobiliários*. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Instrução 409, 18 de agosto de 2004. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Brasília, 2004.

BECK, T.; DEMIRGUC-KUNT, A.; LEVINE, R. *SMEs, Growth, and Poverty: Cross-Country Evidence*. June 2004. Disponível em <<http://www.worldbank.org/research/bios/tbeck/sme.pdf>>. Acesso em 23 julho de 2005.

BECK, T.; DEMIRGUC-KUNT, A.; LAEVEN, L.; LEVINE, R. *Finance, Firm Size, and Growth*. Sep 2004. Disponível em <http://www.worldbank.org/research/projects/sme/small_firm_industry.pdf>. Acesso em 23 julho de 2005.

BECK, T.; DEMIRGUC-KUNT, A.; LAEVEN, L.; MAKSIMOVIC, V. *The Determinants of Financing Obstacles*. Dec 2003. Disponível em <<http://www.worldbank.org/research/projects/sme/bdlm.pdf>>. Acesso em 23 outubro de 2005.

INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK. *Unlocking Credit: The Quest for Deep and Stable Bank Lending*. Washington, 2005. Disponível em: <http://www.iadb.org/res/index.cfm?fuseaction=Publications.View&pub_id=P-320>. Acesso em 10 maio 2005.

KLAPPER, L. *The Role of Factoring for Financing Small and Medium Enterprises*. May 2005. Disponível em: <<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/EXTPROGRAMS/EXTFINRES/0,,menuPK:478068~pagePK:64210511~piPK:64210513~theSitePK:478060,00.html>>. Acesso em 15 de dezembro de 2005.

KOTOWITZ, Y. Moral Hazard. in: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. (Eds.). *Allocation, Information and Markets*. Basingstoke (England): Palgrave Macmillan, 1989: 207-213.

KUMAR, A. *Access to Financial Services in Brazil - Directions in Development*. Washington. Disponível em: <http://publications.worldbank.org/ecommerce/catalog/product?item_id=3257069>. Acesso em 10 maio 2005.

LEDYARD, J. O. Market Failure. in: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. (Eds.). *Allocation, Information and Markets*. Basingstoke (England): Palgrave Macmillan, 1989: 185-190.

POSTLEWAITE, A. Asymmetric Information. in EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. (Eds.). *Allocation, Information and Markets*. Basingstoke (England): Palgrave Macmillan, 1989: 35-38.

REIS, J. G. A.; VALADARES, S. M. *Reforma do Sistema Financeiro do Brasil: Implementação Recente e Perspectivas*. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Mar. 2004. Disponível em: <<http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=355463>>. Acesso em 15 maio 2005.

RITTER, L. S.; SILBER, W. L.; UDELL, G. F. *Principles of Money, Banking, and Financial Markets*. New York: Addison-Wesley, 1996.

SANTOS, C. A. (Org.). *Sistema Financeiro e as Micro e Pequenas Empresas: Diagnósticos e Perspectivas*. Brasília: SEBRAE, 2004.

SEBRAE. *Boletim Estatístico de Micro e Pequenas Empresas*. Brasília, 2005. Disponível em: <http://www.sebrae.com.br/br/mpe_numeros/>. Acesso em: 15 jun. 2005.

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71, 3: 393-410, June 1981. Disponível em <<http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28198106%2971%3A3%3C393%3ACRIMWI%3E2.0.CO%3B2-0>>. Acesso em: 20 jun. 2005.

STIGLITZ, J. E. Governo, Mercado Financeiro e Desenvolvimento. *Revista Brasileira de Economia*, 44, 3: 269-295, jul/set 1990.

WILSON, C. Adverse Selection. in: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. (Eds.). *Allocation, Information and Markets*. Basingstoke (England): Palgrave Macmillan, 1989: 31-34.

GLOSSÁRIO

ACC	Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio. Constitui a antecipação parcial ou total do contravalor em moeda nacional da moeda estrangeira comprada por banco autorizado a operar em câmbio para entrega em momento futuro pelo cliente.
Amortização	É o pagamento, aos cotistas do fundo fechado, de parcela do valor de suas cotas, sem redução do seu número.
Aquisição de Bens	Operação de crédito que objetiva a aquisição de bens móveis e imóveis.
Capital de giro	Parte do capital utilizada para o financiamento dos ativos circulantes da empresa e que garante uma margem de segurança no financiamento da atividade operacional.
CDI	Certificado de depósito interfinanceiro.
Cedente	Empresa que realiza cessão de seus direitos creditórios para o FIDC.
Colateral	Valor fornecido, em títulos ou dinheiro, para servir como garantia de empréstimo de títulos.
Conta garantida	É uma operação de curto prazo que visa solucionar as insuficiências de caixa ou ciclo financeiro de uma empresa pela utilização de um limite de crédito previamente determinado, mantido em conta corrente.
Crédito performado	Refere-se a uma mercadoria já entregue ou serviço já prestado.
Custodiante	Uma entidade, em geral um banco, que guarda e administra valores mobiliários para seus clientes e que pode oferecer vários outros serviços incluindo a compensação e liquidação, administração de caixa, operações de câmbio e empréstimo de títulos.
Default	É o não cumprimento de obrigações contratuais. Quando o devedor assume que não poderá pagar a dívida nas condições e na data estabelecida, ou ainda, não poderá cumprir determinadas cláusulas estabelecidas em contrato.

Desconto de Duplicatas	É o adiantamento de recursos ao cliente feito pelo banco, sobre os valores referenciados em duplicatas de cobrança ou notas promissórias, de forma a antecipar o fluxo de caixa do cliente, que transfere o risco do recebimento de suas vendas a prazo ao banco.
Direito creditório/recebível	Direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, <i>warrants</i> , contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega e prestação futura, bem como os títulos ou certificados representativos desses contratos, além de direitos e títulos representativos de créditos de natureza diversa reconhecidos pela CVM
Factoring	Aquisição de créditos de empresas resultantes de suas vendas mercantis ou de prestação de serviços realizadas a prazo.
FGC	Fundo Garantidor de Créditos - fundo criado para oferecer garantia a determinados créditos mantidos por correntistas ou investidores contra instituições financeiras submetidas a regime especial de liquidação extrajudicial.
Hot Money	Investimentos em ativos financeiros atraídos pela possibilidade de ganhos rápidos devido a elevadas taxas de juros ou por grandes diferenças cambiais. São operações de curtíssimo prazo, no qual os recursos podem deslocar-se de um mercado para outro com grande rapidez.
Liquidação do fundo	Um ato que cancela obrigações relativas a transferências de fundos ou de valores mobiliários entre duas ou mais partes. Conclusão de uma operação mediante a transferência definitiva dos valores mobiliários e dos fundos entre o comprador e o vendedor.
Nota promissória	Documento emitido pelo devedor, que se obriga a pagar o seu credor, ou a sua ordem, uma determinada importância, numa data de vencimento definida.

Rating

É uma classificação de risco, por nota ou símbolo. Esta expressa a capacidade do emitente de título de dívida negociável ou inegociável em honrar seus compromissos de juros e amortização do principal até o vencimento final. O *rating* pode ser do emitente, refletindo sua capacidade em honrar qualquer compromisso de uma maneira geral, ou de uma emissão específica, onde é considerada apenas a capacidade do emitente em honrar aquela obrigação financeira determinada.

Resolução 63

Faculta aos bancos de investimento ou de desenvolvimento privados e aos bancos comerciais autorizados a operar em câmbio a contratação direta de empréstimos externos destinados a ser repassados a empresas no país, quer para financiamento de capital fixo, quer de capital de movimento.

Séries de cotas

Subconjuntos de cotas da classe senior dos fundos fechados, diferenciados exclusivamente por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração, quando houver.

Vendor

Consiste na abertura de uma linha de crédito rotativo que a empresa vendedora repassa a seus clientes e compradores, possibilitando maior extensão no prazo de pagamento e oferecendo taxas mais atrativas.

ANEXOS

ANEXO A – Escala de *ratings* utilizada pela Austin Rating.

Investimento Prudente

AAA	As cotas do FIDC encontram-se suportadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência próxima a zero, a qual garante excepcional margem de cobertura para o pagamento do principal acrescido do rendimento proposto. Adicionalmente, o fundo apresenta uma elevadíssima relação entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira. O risco é quase nulo.
AA	As cotas do FIDC encontram-se suportadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência baixíssima, a qual garante ótima margem de cobertura para o pagamento do principal acrescido do rendimento proposto. Adicionalmente, o fundo apresenta uma relação muito elevada entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira. O risco é irrisório.
A	As cotas do FIDC encontram-se suportadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência muito baixa, a qual garante margem de cobertura muito boa para o pagamento do principal acrescido do rendimento proposto. Adicionalmente, o fundo apresenta uma relação elevada entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira. O risco é muito baixo.
BBB	As cotas do FIDC encontram-se suportadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência baixa, a qual garante boa margem de cobertura para o pagamento do principal acrescido do rendimento proposto. Adicionalmente, o fundo apresenta uma relação adequada entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira. O risco é baixo.

Investimento Especulativo

BB	As cotas do FIDC encontram-se lastreadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência em nível médio, podendo afetar a margem de cobertura para o pagamento do principal acrescido do rendimento proposto. O fundo apresenta uma relação apenas razoável entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira. O risco é moderado.
B	As cotas do FIDC encontram-se lastreadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência em nível acima da média do segmento, a qual pode afetar fortemente a margem de cobertura para o pagamento do principal acrescido do rendimento proposto. O fundo apresenta uma relação menos do que razoável entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira. O risco é médio.
CCC	As cotas do FIDC encontram-se lastreadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência elevada, a qual afetou a margem de cobertura para o pagamento do principal acrescido do rendimento proposto. O fundo apresenta uma baixa relação entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira, condicionando a desvalorização de suas cotas. O risco é alto.
CC	As cotas do FIDC encontram-se lastreadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência muito elevada, a qual afetou fortemente a margem de cobertura para o pagamento do principal acrescido do rendimento proposto. O fundo apresenta uma relação muito baixa entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira, condicionando forte desvalorização de suas cotas. O risco é muito alto.
C	A elevadíssima inadimplência da carteira levou o FIDC à situação de <i>default</i> não mais existe qualquer tipo de proteção adicional. O risco é altíssimo.

Sinais de (+) mais e (-) menos são utilizados para identificar uma melhor ou pior posição dentro de uma mesma escala de *rating*.

ANEXO B - Média mensal do CDI-Pré Over e taxas mínimas calculadas para aquisição dos direitos creditórios (Tmc), por fundo, em porcentagem ao ano, nov/2005-abril/2006. (Fonte: Cetip – Câmara de Custódia e Liquidação).

	Média Mensal CDI (%a.a)	Múltiplo Tmc = 110%xCDI + 2,5340%	Esher Tmc = 107%xCDI + 3,5340%	Lastro Tmc = 101%xCDI + 3,0340%	Empresarial Tmc = 105%xCDI + 2,6340%
Novembro/2005	18,80	23,2094	23,6455	22,0177	22,3696
Dezembro/2005	18,15	22,5008	22,9562	21,3671	21,6932
Janeiro/2006	17,60	21,8974	22,3693	20,8131	21,1172
Fevereiro/2006	17,20	21,4534	21,9374	20,4054	20,6934
Março/2006	16,69	20,8876	21,3871	19,8860	20,1534
Abril/2006	16,41	20,5841	21,0918	19,6073	19,8636

A média mensal do CDI foi calculada por meio da média geométrica dos índices diários da taxa anualizada (base 252) para o CDI-Pré Over.

ANEXO C - Juros prefixados para operações selecionadas, porcentagem ao ano, jan/2005-fev/2006. (Fonte: Banco Central do Brasil).

	Conta garantida	Desconto de duplicatas	Capital de giro	Aquisição de bens PJ	Vendor	Hot Money	Nota promissória
Jan/05	66,38	42,97	40,24	30,46	24,31	55,91	54,03
Fev/05	66,91	43,24	39,64	30,88	24,28	51,49	53,96
Mar/05	69,02	43,87	39,62	31,52	24,40	55,73	54,04
Abril/05	70,00	43,44	40,43	30,87	25,19	53,47	53,51
Mai/05	69,81	43,39	41,22	31,64	24,65	53,54	53,53
Jun/05	70,15	42,61	39,56	31,27	24,14	53,42	52,35
Jul/05	70,34	42,69	37,97	29,95	24,55	49,53	52,25
Ago/05	70,73	43,46	38,83	29,68	24,02	51,00	52,58
Set/05	70,54	43,54	38,02	29,56	24,58	54,25	54,25
Out/05	70,55	44,34	38,66	28,59	24,55	52,58	55,22
Nov/05	70,72	41,86	35,38	28,39	23,12	49,82	52,05
Dez/05	70,30	39,52	34,68	28,16	22,47	47,44	49,02
Jan/06	69,56	40,72	37,08	28,59	22,55	51,24	51,79
Fev/06	68,98	43,27	37,33	29,25	23,10	53,42	56,23

Obs: As taxas de juros representam a média do mercado e são calculadas a partir das taxas diárias das instituições financeiras ponderadas por suas respectivas concessões em cada data. As taxas médias mensais são obtidas pelo critério de capitalização das taxas diárias ajustadas para um período padrão de 21 dias úteis. As taxas anuais são calculadas elevando-se a média geométrica das taxas mensais a 12 (meses).