

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO – ECONÔMICO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA DO FINANCIAMENTO: A  
ANÁLISE DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS COMO  
ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO AO INVESTIMENTO  
PRODUTIVO NO BRASIL**

**Fernando Cesar Nobrega dos Santos**

**Florianópolis (SC), Abril de 2006**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA DO FINANCIAMENTO: A  
ANÁLISE DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS COMO  
ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO AO INVESTIMENTO  
PRODUTIVO NO BRASIL**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 - Monografia.

**Por:** Fernando Cesar Nobrega dos Santos

**Orientador:** Prof<sup>a</sup>. Dra. Patrícia Fonseca Ferreira Arienti

**Área de Pesquisa:** Macroeconomia – Financiamento ao Investimento Produtivo

Palavras – Chaves: 1 – Financiamento

2 – Investimento

3 - Securitização

**Florianópolis (SC), Abril de 2006**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 9,5 ao aluno **Fernando Cesar Nobrega dos Santos** na Disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

---

Prof<sup>ª</sup>. Dra. Patrícia Fonseca Ferreira Arienti  
Presidente

---

Prof. Dr. Ricardo José Araújo de Oliveira  
Membro

---

Prof<sup>ª</sup>. Dra. Elizabete Simão Flausino  
Membro

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus e às Forças Positivas do Universo por terem iluminado meus passos, conduzindo-me por este caminho de compreensão de mim mesmo, de meus semelhantes e da vida.

À minha família, pela força e incentivo para que eu continue a busca por meu crescimento pessoal e profissional.

Aos professores da Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC, por terem proporcionado uma aprendizagem pautada na dedicação, no respeito e na alegria de educar.

A orientadora Prof. Dra. Patrícia Fonseca Ferreira Arienti por todo o suporte e incentivo ao desenvolvimento deste trabalho.

Aos colegas de turma, por terem participado ativamente de minha trajetória, transformando-se em grandes amigos.

A todos as pessoas, amigos ou parentes que de alguma forma contribuíram para que eu pudesse chegar até aqui.

## RESUMO

O presente trabalho apresenta e analisa a securitização de recebíveis como uma alternativa de financiamento ao investimento produtivo no Brasil, uma vez que os recursos obtidos através da colocação de títulos no mercado tendem a ser mais baratos que aqueles obtidos através do crédito bancário, em razão da eliminação do risco do intermediário. A abordagem utilizada segue a corrente de pensamento pós-keynesiana e parte do princípio que as dificuldades existentes para a implementação de mecanismos privados eficientes de financiamento de longo prazo estão relacionadas às características gerais do mercado de ativos e aspectos específicos do mercado financeiro brasileiro. O texto se preocupa em pontuar os aspectos relevantes que dificultam a oferta de crédito por parte das instituições financeiras como, por exemplo, a preferência pela liquidez por parte dos detentores da riqueza, a política de juros altos mantida pelo BACEN, o excesso de títulos públicos existentes no mercado com alta rentabilidade, baixo risco e alta liquidez, a existência de *spreads* bancários elevados. Concluímos que, embora ainda pequeno, o mercado de securitização brasileiro apresenta uma evolução extraordinária demonstrando um grande potencial. Assim apresentamos o mercado de securitização com suas características, as perspectivas de crescimento e algumas alterações de âmbito regulatório que vem sendo implementadas como objetivo de dinamizá-lo.

## SUMÁRIO

	<b>Página</b>
<b>RESUMO .....</b>	<b>IV</b>
<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>9</b>
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA.....	9
1.2 OBJETIVOS .....	10
1.2.1 Objetivo geral.....	10
1.2.2 Objetivos específicos.....	11
1.3 Metodologia .....	11
<b>2 O CIRCUITO FUNDING E A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ.....</b>	<b>13</b>
2.1 INVESTIMENTO, POUPANÇA E FINANCIAMENTO SEGUNDO O ENFOQUE KEYNESIANO.....	13
2.1.1 O finance e o funding .....	15
2.1.2 O funding e o padrão de acumulação .....	16
2.1.3 O finance e o funding em um contexto de economia aberta.....	18
2.1.4 O papel do setor público .....	19
2.1.5 O papel do sistema financeiro .....	21
2.1.6 A preferência pela liquidez .....	21
2.1.7 A taxa de juros e a curva de rendimentos.....	24
<b>3 O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL: UMA DIFICULDADE HISTÓRICA .....</b>	<b>26</b>
3.1 UM BREVE HISTÓRICO DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL .....	26
3.1.1 O Sistema Financeiro Brasileiro .....	26

3.1.2 O surgimento e a crise do modelo de financiamento ao desenvolvimento brasileiro	29
3.1.3 As mudanças esperadas com o Plano Real .....	31
3.1.4 A adesão ao Acordo da Basiléia e o comportamento do crédito .....	34
3.2 A TAXA DE JUROS E O SPREAD BANCÁRIO NO BRASIL.....	35
3.2.1 A taxa de juros praticada na economia brasileira.....	36
3.2.2 O spread bancário e sua evolução no período pós-Real .....	37
3.2.3 Os determinantes do spread bancário no Brasil .....	39
<b>4 A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS .....</b>	<b>40</b>
4.1 SECURITIZAÇÃO - UM CONCEITO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA .....	40
4.1.1 O conceito básico da securitização.....	40
4.1.2 A securitização como dinâmica de um processo de transformação dos mercados financeiros privados ao longo dos anos 80.....	42
4.1.2.1 Swaps, opções e futuros.....	44
4.1.3 A Securitização no processo de desvalorização do estoque da dívida externa.....	45
4.1.4 A securitização de recebíveis .....	46
4.1.5 A importância do mecanismo da securitização.....	47
4.1.6 A estrutura da operação de securitização.....	48
4.1.7 Atributos que viabilizam a securitização .....	50
4.2 ALGUMAS OPÇÕES QUE UTILIZAM A TECNOLOGIA DA SECURITIZAÇÃO. 50	
4.2.1 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC (Fundo de Recebíveis).....	51
4.2.1.1 FIDC da empresa Perdigão Agroindustrial S/A – uma fonte de financiamento de capital de giro .....	56
4.2.1.2 FIDC PIPS CAIXA BRASIL CONSTRUIR – Residencial Cidade de São Paulo .	57
4.2.2 Fundo de Investimento Imobiliário – FII.....	60
4.2.2.1 FII Almirante Barroso – um caso de sucesso.....	62

4.2.3 Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI.....	63
4.3 NOTAS SOBRE O MERCADO DE SECURITIZAÇÃO NO BRASIL .....	65
4.3.1 Perspectivas de crescimento dos investimentos imobiliários .....	66
4.3.2 Algumas alterações necessárias de âmbito regulatório .....	68
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES .....</b>	<b>70</b>
5.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	70
5.2 RECOMENDAÇÕES.....	74
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>76</b>



# 1 INTRODUÇÃO

A literatura econômica já tem como consolidada a importância do crédito privado para o desenvolvimento econômico e para a alocação eficiente de recursos. Nos países da Europa, nos Estados Unidos, no Japão e nas economias asiáticas modernas, o volume de crédito já ultrapassa 100% do PIB, e no Chile a relação crédito/PIB já representa 66%, enquanto no Brasil, essa relação é de 26% (CINTRA, 2005).

O sucesso do processo de estabilização de preços, a maior abertura e integração ao mercado financeiro internacional e a adoção de um regime de câmbio flutuante, trouxeram de volta a discussão da importância do aumento do crédito para o crescimento econômico, e a necessidade de viabilizá-lo de forma consistente.

## 1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

As dificuldades existentes, não apenas para o aumento do crédito bancário, mas também para o financiamento de longo prazo, envolvem características gerais do mercado de ativos e aspectos específicos do mercado financeiro brasileiro. Entre os aspectos gerais podemos citar a preferência pela liquidez pelos detentores de riqueza, ou seja, em um cenário de taxas de juros elevadas no curto prazo – determinada pela SELIC no Brasil, o mercado exige um prêmio de liquidez maior sobre títulos de longo prazo, inviabilizando assim a colocação desses títulos uma vez que acaba esbarrando no limite da demanda e da própria propensão a risco dos emprestadores. O prêmio pela liquidez reflete fundamentalmente o cenário macroeconômico e institucional onde se inserem as operações financeiras, com destaque para a política de juros altos mantida pelo BACEN como forma de enfrentar o desequilíbrio externo do país, e combater as pressões daí decorrentes. Além disso, os títulos públicos federais são colocados no mercado financeiro brasileiro em condições muito mais vantajosas do que qualquer título privado, haja vista que além do risco de crédito do Tesouro Nacional ser menor do que o de qualquer agente privado, os títulos públicos são indexados às variáveis mais voláteis do mercado – taxa de juros, de

câmbio, índices de inflação – tornando-os um ativo financeiro especial que combina baixo risco, elevada rentabilidade e alta liquidez.

Além dos fatores mencionados anteriormente, custos institucionais e concentração do mercado também influenciam sobremaneira o prêmio de liquidez cobrado para a colocação de títulos de longo prazo. Dentre eles destacam-se a elevada carga tributária, falta de procedimentos legais para a execução de garantias patrimoniais de devedores inadimplentes com preferência para operações de longo prazo e o elevado *spread* bancário brasileiro.

Assim, não cabe apenas diagnosticar os “gargalos” que dificultam o financiamento de longo prazo, mas também, a partir da constatação dos entraves, analisar alternativas viáveis que possibilitem o incremento do financiamento produtivo no Brasil.

Neste contexto, o fortalecimento das operações de securitização de recebíveis surge como uma alternativa que melhor contemplaria as necessidades do credor, possibilitando uma renegociação da dívida vencida com o devedor original. A securitização de recebíveis permite que a empresa obtenha recursos no mercado para financiamento de suas atividades a custos mais acessíveis do que nos financiamentos tradicionais, antecipando suas receitas. Este mercado reduz o grau de exposição do credor original ao risco de crédito do devedor com a conseqüente redução do prêmio de liquidez. Nesse contexto, as instituições financeiras públicas federais têm um papel muito importante na organização desses mercados pelo peso que possuem no mercado de crédito de longo prazo, criando escala de operação e liquidez suficientes aos títulos negociados, atraindo as instituições privadas.

Embora o mercado de recebíveis securitizados esteja ainda em fase de implantação no Brasil, a evolução desse mercado neste curto espaço de tempo tem demonstrado ser uma alternativa bastante promissora para as dificuldades de financiamento de longo prazo encontradas até então pelos agentes econômicos.

## **1.2 OBJETIVOS**

### **1.2.1 Objetivo geral**

O objetivo deste trabalho é analisar se o mercado de recebíveis securitizados pode representar uma alternativa promissora para o financiamento produtivo no Brasil.

### 1.2.2 Objetivos específicos

O presente trabalho apresenta e analisa as questões relevantes que dificultam as ações dos agentes no intuito de implementar, no Brasil, um mercado eficiente com mecanismos privados de financiamento de longo prazo, da seguinte forma:

- Apresentando a relação existente entre o investimento, o financiamento e a poupança segundo a corrente de pensamento keynesiana e pós-keynesiana, identificando os tipos de financiamento – o *finance* e o *funding*, bem como a importância do setor público e do sistema financeiro no processo de financiamento ao investimento produtivo.
- Analisando a questão crucial do investimento no Brasil com a ausência de financiamento de longo prazo a partir de uma revisão histórica, retornando ao processo de financiamento ao investimento produtivo no Brasil desde a era JK, com foco nos modelos de financiamento que sustentaram o crescimento econômico à época – autofinanciamento, recurso externo e crédito público, e o conseqüente desgaste desse mesmo modelo nos dias de hoje.
- A inclusão na análise dos determinantes do spread bancário brasileiro, bem como sua evolução no período posterior ao Plano Real, é relevante e apropriada tendo em vista sua importância direta nas operações de crédito.
- Apresentando o mercado de securitização de recebíveis brasileiro, suas características e perspectivas de crescimento, analisando o seu potencial para ocupar lugar de destaque na economia brasileira como alternativa ao financiamento produtivo.

### 1.3 Metodologia

Este trabalho foi construído a partir do comportamento de evolução/involução do crédito observado no período posterior a implantação do Plano Real. As dificuldades para

o incremento do crédito no Brasil, que surgiram neste diagnóstico, serão discutidas utilizando os conceitos da corrente de pensamento pós-keynesiano para explicar as dificuldades, principalmente do setor privado, para a adoção de medidas que visam incrementar o financiamento ao investimento de longo prazo.

O primeiro capítulo apresenta a teoria keynesiana da preferência pela liquidez e os tipos de financiamento demandados pelos investidores sob a forma de *finance* e *funding*, e ainda o importante papel exercido pelo sistema financeiro como supridor de recursos.

O segundo capítulo mostra um breve histórico do financiamento de longo prazo no Brasil, ressaltando o modelo adotado para financiar a política de desenvolvimento iniciada na década de 50 e seus desdobramentos posteriores. O capítulo analisa ainda o papel exercido pelo Sistema Financeiro Brasileiro, em especial do setor bancário, com ênfase nos determinantes do *spread* bancário e a política adotada pelo BACEN para determinação da taxa básica de juros da economia brasileira.

No terceiro capítulo é apresentado o mercado de recebíveis securitizados, a importância do mecanismo da securitização como parte da dinâmica do processo de transformação dos mercados financeiros privados na década de 80 e no processo de desvalorização do estoque da dívida externa dos países endividados. Apresenta ainda a estruturação básica da securitização de recebíveis, sua importância enquanto mecanismo de captação de recursos a custos mais baixos, e analisa algumas alternativas de investimento existentes no mercado que adotam a tecnologia da securitização. Finaliza apresentando o mercado de securitização brasileiro, com sua evolução recente, as perspectivas de crescimento e algumas alterações necessárias de âmbito regulatório que tem por finalidade acelerar o crescimento desse mercado.

Nas considerações finais, o trabalho apresenta algumas sugestões que visam melhorar as condições do mercado brasileiro de financiamento ao investimento de longo prazo com foco no mercado de securitização de recebíveis.

## 2 O CIRCUITO FUNDING E A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ

### 2.1 INVESTIMENTO, POUPANÇA E FINANCIAMENTO SEGUNDO O ENFOQUE KEYNESIANO

A Teoria Geral<sup>1</sup> de Keynes, quando analisa a correlação existente entre o investimento, a poupança e o financiamento, parte do ponto que o investimento agregado, enquanto gasto autônomo, precede a criação de renda e da poupança agregada. Dessa forma, acentua Studart (2005, p.336), “na visão de Keynes, o investimento pode ser restringido por falta de financiamento, mas nunca por falta de poupança”. Para Keynes, a expansão da oferta de financiamento está diretamente ligada a disposição dos banqueiros em assumir maiores ou menores riscos de descasamento de vencimentos, o que segundo Studart (2005, p.336), “poderíamos chamar de *propensão à liquidez do setor bancário*”. Na medida que os banqueiros aumentam a oferta de financiamento, o investimento adicional gera o aumento da poupança na mesma magnitude, pelo efeito multiplicador, em função do aumento da renda.

Para Keynes isto não significa que a poupança, enquanto categoria econômica, tenha um papel irrelevante no processo. Keynes explica que é a inexistência de mecanismos de alocação de poupança em instrumentos de longo prazo – que chamou de *funding* - que afeta a decisão de investir, pois neste caso é o investidor que vai assumir o risco financeiro intrínseco relacionado ao financiamento em um ativo de longo prazo.

Aqui, a contribuição pós-keynesiana de Minsky<sup>2</sup> não só é importante como também fundamental na medida que não só complementa a teoria keynesiana como a transforma, segundo Studart (2005, p. 336), “em uma teoria do financiamento do desenvolvimento”.

Minsky desenvolveu a Teoria da Fragilidade Financeira onde atribui as expectativas dos compradores, seja um investidor ou uma instituição financeira, a razão para aquisição ou não de um ativo financeiro. Studart (2005, p.337) ressalta a afirmação de Minsky e explica o surgimento da fragilidade financeira no seguinte contexto:

---

<sup>1</sup> KEYNES, J.M. *The General Theory of Money, Interest and Employment*. London: MacMillan, 1936.

<sup>2</sup> MINSKY, H.P. “The Financial Instability Hypothesis: a Clarification”. In FELDSTEIN, Martin. *The Risk of Economic Crisis*. Chicago: The University of Chicago Press, 1991.

Momentos de crescimento são resultados de expectativas positivas por parte dos demandantes finais de recursos (empresas e famílias), que tendem a afetar também positivamente as expectativas das instituições financeiras. Isso permite o crescimento da alavancagem das instituições financeiras e do endividamento das empresas e famílias – mas também uma expansão da fragilidade financeira.

Um fato relevante a ser considerado neste processo diz respeito ao estágio evolutivo que se encontra o sistema financeiro de um país para fazer frente ao surgimento dessa fragilidade financeira. Minsky (2005) comenta que no caso de economias com mecanismos de *funding* adequados, o aumento da liquidez oportuniza emissões de longo prazo por parte dos investidores. Relembrando a teoria keynesiana, a poupança gerada pelo processo multiplicador da renda vai atuar como fonte de financiamento de longo prazo. Portanto, esclarece Studart (2005, p.337), “ainda que a fragilidade financeira seja uma característica de qualquer economia monetária moderna, naquelas com sistemas financeiros mais completos, o risco de instabilidade financeira é mitigado pela existência de mecanismos de *funding*”.

Porém, na maioria das economias em desenvolvimento onde a falta de financiamento privado de longo prazo é uma constante, tanto o investimento produtivo quanto o financiamento das famílias – principalmente com relação aos bens imobiliários - são bastante prejudicados, trazendo conseqüências macroeconômicas perversas.

Nessas economias, o Estado acaba por assumir esse papel, através das instituições financeiras públicas, sobrecarregando sobremaneira o orçamento, deixando para segundo plano os gastos sociais, que conforme acentua Studart (2005, p.338), são “tão importantes para um desenvolvimento econômico socialmente mais equitativo”.

Ainda nessas economias, a falta de financiamento de longo prazo leva as empresas e as famílias a financiarem-se com empréstimos de curto prazo, trazendo o descasamento de vencimento, a necessidade de rolagem de dívida e o conseqüente aumento da inadimplência.

Por último, ressalta Studart (2005, p.340), “esta falha de desenvolvimento institucional tende a gerar uma tendência de sobreendividamento externo<sup>3</sup>”. A razão para este comportamento está diretamente relacionada com os altos custos de capital e aos curtos vencimentos do crédito doméstico. Assim, os agentes que possuem acesso ao crédito externo, recorrem a eles no intuito de obter condições mais favoráveis de financiamento.

---

<sup>3</sup> Ou seja, há um crescimento da dívida externa que ultrapassa as necessidades de financiamento do déficit de transações correntes do balanço de pagamentos.

A seguir, aprofundando a análise do problema referente à necessidade de *funding* capaz de financiar o investimento produtivo, o trabalho apresenta uma seção que explica os diferentes conceitos de *finance* e *funding*. Na seqüência, chama-se a atenção para o correto direcionamento dos recursos para dar suporte ao *funding*, uma vez que, dependendo do padrão de crescimento adotado pelo país, os recursos podem ser direcionados para privilegiar o consumo ou expandir os investimentos. O trabalho mostra ainda uma seção onde se abre a discussão das necessidades do *finance* e do *funding* no contexto de uma economia aberta, principalmente pelo fato de, historicamente, o padrão de produção e consumo da economia brasileira guardar forte relação com o crédito externo. Dando continuidade ao presente capítulo analisa-se a participação do setor público no fomento aos investimentos privados como forma de cobrir as deficiências existentes nos mecanismos privados de alocação de recursos para o financiamento de longo prazo. Por último é ressaltado o importante papel a ser desempenhado pelo sistema financeiro neste processo.

Mais adiante é apresentada a teoria keynesiana da preferência pela liquidez, deixando claro os fatores que influenciam os agentes econômicos quando tem que decidir entre aplicar seus recursos em ativos de curto ou longo prazo. Inclui-se no debate o comportamento das taxas de juros tendo em vista sua importância na relação direta com os títulos de curto e longo prazo, traduzida pela curva de rendimentos.

### **2.1.1 O finance e o funding**

Como já mencionado anteriormente, a existência de financiamento disponível adequado influi na decisão de investir do empresário.

O enfoque Keynesiano faz distinção entre o financiamento para capital de giro das empresas, que ele denomina de *finance* e o financiamento de longo prazo à disposição dos investidores produtivos entendido por *funding*.

Por *finance*, os Keynesianos entendem o crédito de curto prazo que é adiantado pelo sistema bancário com a finalidade suprir o investidor com recursos suficientes para colocar em funcionamento o seu projeto. Conforme explica Baer (1993, p.25),

à medida que o investimento vai gerando receitas, este crédito de curto prazo pode ser amortizado e os bancos podem reaplicá-lo no financiamento de curto prazo de novos projetos de investimento. O *finance* é concebido como um fundo rotatório (*revolving fund*) de recursos criados pelo sistema bancário e que não tem sua origem na poupança.

Os pós-keynesianos entendem por *funding* a mobilização de recursos financeiros que precisam ficar à disposição dos investidores produtivos por um prazo de tempo mais longo e, a necessidade do financiamento de longo prazo, se dá no momento em que o fluxo de receitas oriundo do investimento no curto prazo passa a ser insuficiente para amortizar o crédito adiantado pelo sistema bancário.

Neste caso, o financiamento procede da canalização de poupança, ou melhor, conforme acentua Baer (1993, p.26), “da renda acumulada cujo poder de consumo é diferido no tempo”. Neste raciocínio, surge então o impasse de conciliação entre os interesses dos poupadores e dos investidores produtivos. A conciliação destas decisões independentes se faz através da taxa de juros via mercado financeiro.

Na teoria, acentua Baer (1993, p.27), não deveríamos ter nenhum problema de *funding* em termos agregados uma vez que “o volume de gasto autônomo gera *ex-post* um volume de poupança equivalente ao investimento inicial”. Esta afirmação está baseada no pressuposto teórico que afirma que o gasto autônomo, constituído em parte pelo investimento, determina a demanda agregada – através do efeito que exerce sobre a renda considerando a propensão a poupar – gerando um volume de poupança equivalente ao investimento, via efeito multiplicador. De acordo com a teoria, o crédito de curto prazo (*finance*) seria liquidado com a poupança disponível e o ciclo se completaria.

No entanto, como bem esclarece Baer (1993, p.27), seriam necessários dois pressupostos para que esta dinâmica ocorresse tão harmoniosamente:

Por um lado, que o ciclo do multiplicador se tenha realizado de maneira completa num período de tempo relativamente curto. Por outro lado, que a poupança resultante da expansão do investimento tenha sido efetivamente canalizada para amortizar o crédito bancário adiantado.

### **2.1.2 O *funding* e o padrão de acumulação**

Cabe ainda ressaltar que o financiamento de longo prazo não depende apenas da existência de um volume adequado de poupança, mas também que este volume seja direcionado para dar suporte ao *funding*.



Nesse contexto, com relação ao fato da existência de recursos disponíveis capazes de alavancar o financiamento de longo prazo, o impasse se dá no âmbito político, pois conforme bem acentua Baer (1993, p.28):

A questão crucial está na opção entre privilegiar o consumo ou dar maior ênfase à expansão dos investimentos. Em outras palavras, consiste na opção do padrão de crescimento econômico, que é antes de mais nada uma decisão política. Ainda que esta opção também possa ser influenciada por determinantes externos, a decisão é antes de mais nada interna a cada país e, portanto, uma questão política.

Outro ponto importante a considerar quando se analisa o nível de poupança agregada, diz respeito ao problema da distribuição de renda e à propensão a poupar dos diferentes grupos sociais. Nesse aspecto, a canalização de recursos para alavancar o financiamento de longo prazo se amplia na medida que exista uma melhor distribuição de renda e uma redução significativa do padrão de consumo entre os distintos grupos sociais. Dessa forma, enfatiza Baer (1993, p.29),

a discussão do volume interno de poupança disponível não pode estar dissociada do padrão de gasto e da distribuição de renda vigentes na sociedade de que se está tratando.

Analisando agora a capacidade de se canalizar a poupança existente com o propósito de alavancar o financiamento de longo prazo, deparamos com quatro formas distintas que podem vir a se combinar de várias maneiras. São eles: *aplicações individuais ou através de fundos de poupança privada em mercados de capitais; intermediação de recursos via sistema de crédito privado; reinvestimentos dos lucros das próprias empresas; e fundos de poupança compulsória administrados pelo Estado e canalizados para crédito de longo prazo.*

Segundo bem esclarece Baer (1993, p.29), as necessidades econômicas de cada país, bem como suas características, é que vão determinar a melhor combinação das formas anteriormente citadas para a canalização dos recursos:

A reaplicação dos recursos gerados nas próprias empresas tende a ser a mais importante fonte de financiamento de longo prazo, que nas economias desenvolvidas é complementada por um intenso desenvolvimento dos mercados de capitais, pois estes canalizam uma parte significativa das demandas de investimentos de carteira dos poupadores individuais, dos fundos privados de pensão e das companhias de seguro. Os fundos de poupança compulsória tendem a ser mais comuns em países que precisam fazer um esforço redobrado de investimentos de base, para os quais o fluxo de recursos fiscais tende a ser insuficientes.

Dessa forma, é preciso que haja compatibilidade entre o volume de investimentos produtivos, as necessidades de financiamento de longo prazo e o volume global de poupança atrelada ao processo de *funding*.

No âmbito macroeconômico esta compatibilidade deve ser acompanhada pela qualidade do gasto, cujo objetivo primordial é contribuir para aumentar a produtividade da economia que resulta em um aumento da renda com o conseqüente aumento do consumo ou da poupança, dependendo do padrão de crescimento pelo qual se optou.

Assim, seja através de mecanismos via mercado de capitais, seja através de mecanismos de poupança compulsória, a canalização de poupança deve adequar-se às necessidades de financiamento dos investimentos, com o intuito de alavancar o *funding* de projetos que contribuam para aumentar a capacidade produtiva.

### **2.1.3 O *finance* e o *funding* em um contexto de economia aberta**

Quando inserimos as relações internacionais nas discussões das necessidades de financiamento de longo prazo, estamos aproximando a análise da realidade.

Conforme já citado anteriormente, historicamente o padrão de produção e consumo da economia brasileira guarda uma forte relação com o contexto externo tornando mais complexa a discussão em torno da opção por um padrão de acumulação.

Para a economia de um país, as relações internacionais podem apresentar efeitos positivos e/ou negativos no que diz respeito à geração de renda. Conforme esclarece Baer (1993, p. 31),

os gastos com investimentos podem elevar o coeficiente de importações e com isso uma parte da renda e do efeito multiplicador é externalizada. Já um incremento das exportações, seja por uma maior capacidade produtiva gerada pela expansão do próprio investimento, seja por uma maior demanda autônoma, eleva a renda interna disponível.

Outro ponto a destacar diz respeito à abertura das transações comerciais com o exterior quando a moeda do país não possui circulação internacional, trazendo a necessidade da compatibilização dos efeitos da variação da renda com a disponibilidade de financiamento e também com a disponibilidade de divisas.

Ainda, a crescente mobilidade dos fluxos de capitais e a maior abertura dos mercados financeiros ampliaram o potencial de acumulação, na medida que gerou uma

maior oferta de financiamentos internacionais, seja de curto prazo, seja de financiamento de longo prazo, ou mesmo de capital de risco. Porém, esta maior mobilidade trouxe também uma maior fragilidade na administração desses recursos oriundos do mercado internacional, limitando a capacidade de intervenção dos agentes do sistema financeiro e das autoridades monetárias de um país, pois conforme acentua Baer (1993, p.32),

da mesma maneira como se internalizam com mais facilidade recursos do exterior e isso amplia o potencial de acumulação, abrem-se oportunidades para investimentos de carteira no exterior e, desta maneira, a possibilidade de canalização de poupança para fora das fronteiras do país.

Esta fragilidade também se acentua na medida que, países de menor importância no cenário internacional, com a adoção generalizada das taxas de juros flutuantes, ficam a mercê da gestão das políticas monetárias e financeiras praticadas nos países centrais que dificilmente podem ser neutralizadas ou mesmo compensadas com medidas internas.

#### **2.1.4 O papel do setor público**

Retorna-se então a uma discussão importante com relação à participação do setor público no processo de acumulação e sua importância fundamental no fomento aos investimentos privados, garantindo o desenvolvimento de uma infra-estrutura adequada – principalmente em projetos de longa maturação e risco elevado.

Para que o Estado possa cumprir o seu papel central no processo de desenvolvimento da economia utiliza recursos oriundos de receitas tributárias e as provenientes de preços e tarifas públicas. Da mesma forma, outra fonte de recursos vem do incremento da base monetária e, ainda, em economias inflacionárias da arrecadação do imposto inflacionário daí decorrente.

Outra opção do Estado para ampliar sua capacidade de mobilização de recursos financeiros – *finance*, está na obtenção de créditos bancários de curto prazo e no acesso ao mercado financeiro internacional para captação de empréstimos, seja diretamente ou através de agentes privados com aval do Estado.

Por sua vez, o Estado utiliza o mecanismo de recursos oriundos de fundos compulsórios de poupança para mobilizar recursos financeiros para projetos de investimento de grande porte e longa duração – *funding*.

O Estado pode ainda gerar recursos através da geração de dívida mobiliária ou através da canalização de empréstimos de longo prazo de organismos financeiros multilaterais e fontes oficiais de países desenvolvidos.

No entanto, embora o processo de endividamento do setor público tenha se tornado um aspecto comum das gestões de política econômica, alerta Baer (1993, p.33), “a questão crucial encontra-se em identificar os condicionantes e o limite deste processo”. O problema da dívida pública está diretamente ligado a desconfiança gerada nos agentes com relação à habilidade do Estado vir a cumprir com o serviço da dívida. Quando começa a desconfiança dos agentes em torno da gestão da dívida o prêmio de risco tende a aumentar e os prazos de pagamento exigidos pelos investidores para colocação de novos títulos tendem a encurtar. Num segundo momento, pode haver a fuga de capitais.

Assim, para tentar solucionar o problema, teoricamente o Estado lança mão de algumas opções de ajuste como o controle do déficit com a geração de superávit fiscal, redução de gastos e incremento de receitas, criação de impostos extraordinários, aceleração do processo inflacionário e/ou declaração de moratória ou calote que, analisadas em termos de custos e benefícios para os diferentes grupos sociais, são aplicadas de forma combinada.

Convém ressaltar ainda que a aplicação de políticas de ajuste sob a forma de controle do déficit, redução de gastos, incremento de receitas e criação de impostos extraordinários dependem de um cenário político favorável uma vez que pode gerar um alto custo para o conjunto da sociedade. Já a eficácia do processo de aceleração inflacionária embora promova a corrosão da dívida indexada traz consigo, a partir de um determinado ponto, efeitos bastante negativos traduzidos pelo imposto inflacionário e a corrosão das receitas fiscais. Por último, a alternativa da declaração de moratória ou calote implica não só na perda de reputação do governo em razão de uma ruptura de contrato como também agrava o problema da confiança e situações de instabilidade financeira se estes agentes possuem parte significativa de seus ativos investidos em títulos públicos.

Em resumo, cabe ressaltar que as dinâmicas do processo de endividamento do setor público tanto interna como externamente na prática interage intensamente, tanto no que diz respeito à confiança/desconfiança dos agentes com relação à capacidade de honrar o serviço da dívida, quanto na melhora/piora das condições das autoridades monetárias para negociar junto aos credores o refinanciamento da dívida.

### 2.1.5 O papel do sistema financeiro

A atuação do sistema financeiro passa a ser mais destacada, segundo Baer (1993), na medida que consideramos que as decisões de financiamento são completamente independentes das decisões dos agentes de alocar sua poupança. Dessa forma, cabe aos agentes financeiros e as autoridades econômicas atuarem ativamente para suprir a demanda por crédito na medida que os investidores necessitam de recursos de terceiros.

Basicamente, o sistema financeiro cumpre duas funções. A primeira como supridor de liquidez, quando atua como câmara de compensação.

Na função de criadores de crédito o sistema financeiro pode atuar simplesmente intermediando recursos entre agentes superavitários e deficitários. Podem ainda suprir o crédito de curto prazo para investimentos – *finance*, ou para consumo – *crédito ao consumidor*. Por último, cita Baer (1993, p.36), “os bancos também fornecem crédito de curto prazo para as instituições financeiras que atuam como compradores e vendedores residuais nos mercados organizados de títulos”.

Porém, ressalta Baer (1993), esta atuação dos bancos é apenas residual cuja finalidade é manter em funcionamento contínuo os mercados denominados *spot* – transações à vista, de títulos financeiros.

Assim, o sistema financeiro é responsável por atender adequadamente as demandas por *finance* ou por *funding*, criando condições para que os agentes superavitários estejam dispostos a diferir seu poder de compra no tempo e pôr seus recursos à disposição dos agentes econômicos transitoriamente deficitários em seus fluxos de caixa.

A constatação de deficiência no suprimento de recursos pelo sistema financeiro pode ser resultado da própria dinâmica bancária ou ainda por causas macroeconômicas relativas ao padrão de crescimento adotado – política monetária restritiva, baixo nível de poupança - impactando diretamente no processo de expansão econômica.

### 2.1.6 A preferência pela liquidez

A Teoria Keynesiana não guarda, *ex-ante*, qualquer relação direta entre o investimento e a poupança. Segundo Keynes, o investimento produtivo está diretamente

ligado a expectativa do empreendedor em conseguir que os rendimentos obtidos com os equipamentos adquiridos superem os custos do investimento e, ainda, que existam financiamentos disponíveis adequados para cada tipo de investimento. Por outro lado, os investimentos em carteira (poupança) dependem tão somente do preço dos ativos financeiros e da expectativa dos agentes quanto a sua evolução futura. Assim, ressalta Baer (1993, p.25),

não existe nenhuma relação direta importante entre estes dois mercados a não ser a taxa de juros. No entanto, em ambos os mercados ela cumpre funções distintas. No caso das decisões de investimentos produtivos a taxa de juros pode servir como taxa de desconto mínima no fluxo de caixa esperado.

Seguindo este raciocínio e considerando ainda as diversas variáveis que compõem a decisão pelo investimento produtivo – expectativas de mercado, tecnologia, rentabilidade e existência de fontes internas de financiamento – a taxa de juros se apresenta tão somente como mais uma variável. Porém, quando se trata de investimento em carteira, ressalta BAER (1993, p.25), “a taxa de juros serve para balizar as decisões entre manter a poupança sob a forma de ativos financeiros ou diretamente em dinheiro, ou seja, reflete a preferência pela liquidez”.

De acordo com a TPL<sup>4</sup> formulada por Keynes, a taxa de juros não é capaz de estimular a poupança individual ou agregada porque não representa, como se crê no pensamento dominante neoclássico, o prêmio pelo próprio ato de poupar. Assim, os poupadores recebem os juros sobre parte de sua poupança investida em títulos ou dívidas de terceiros que está sob formas menos líquidas que a moeda. Daí resulta o postulado Keynesiano de que o juro é a recompensa da renúncia à liquidez e não ao consumo que por sua vez dá origem à poupança. Ainda, ressalta Hermann (2003, p.259), contrariamente ao pensamento neoclássico, “os aumentos nas taxas de juros podem, no máximo, estimular mudanças na alocação da poupança agregada, em favor de títulos e em detrimento da moeda”.

No pensamento keynesiano, a demanda por algum grau de liquidez é um comportamento racional e regularmente observável nas economias de mercado. As decisões dos agentes são tomadas com base em expectativas sobre o futuro. Suas decisões de poupar estão diretamente relacionadas ao nível de renda e hábitos de consumo. Essas expectativas carregam um certo grau de incerteza que pode, invariavelmente, trazer a perda

---

<sup>4</sup> Teoria da Preferência por Liquidez

de capital. Assim, o ato de reter moeda de alguma forma, significa proteger a riqueza contra cenários econômicos adversos.

Seguindo este raciocínio, ressalta Hermann (2003, p.260):

Nas economias modernas, que operam com sistemas financeiros bem desenvolvidos e tecnologicamente sofisticados, sabe-se que a preferência por liquidez não se manifesta exatamente pela retenção de moeda em espécie ou mesmo de depósitos à vista. Nesses casos, a “medida do grau de nossa inquietação” é dada pelo grau de concentração dos portfólios dos investidores em ativos de curtíssimo prazo e/ou de alta liquidez, o que inclui, por exemplo, os títulos públicos federais.

Neste sentido, admitindo como racional o comportamento dos agentes por alguma preferência por liquidez nas economias de mercado, o que se deseja para que possamos aumentar os fundos de financiamento é que parte dos agentes detentores da riqueza reduzam o seu grau de preferência por liquidez, substituindo ativos de curto prazo por ativos de médio e longo prazo. Caso não ocorra um movimento endógeno nesse sentido, ressalta Hermann (2003, p.262),

o banco central pode tentar induzir um aumento da demanda por ativos de médio e longo prazo criando, exogenamente, liquidez adicional na economia, via expansão das reservas bancárias, através de instrumentos como o mercado aberto, redesconto ou recolhimento compulsório.

Mesmo assim, o sucesso dessas medidas dependerá diretamente do grau de preferência por liquidez dos agentes que primeiramente teriam acesso a esses recursos - os bancos comerciais.

Dessa forma, de acordo com a visão pós-keynesiana, ressalta Hermann (2003, p.263) “é o grau de preferência por liquidez dos agentes detentores da riqueza que determina o financiamento dos investimentos e não a poupança agregada como alegam os neoclássicos”. E os principais agentes deste processo no setor privado, são os bancos comerciais e os investidores institucionais e, no setor público, os bancos oficiais de fomento.

Assim, explica Hermann (2003, p.265), “ampliar a oferta de fundos de longo prazo no Brasil é alterar a alocação e não o montante da poupança agregada em favor de títulos e dívidas de médio e longo prazo”. É necessário criar vantagens comparativas em favor desses ativos para que se tornem mais atrativos que os títulos de curto prazo, como os títulos públicos federais, que gozam de baixo risco e alta liquidez no país.

### 2.1.7 A taxa de juros e a curva de rendimentos

Outro aspecto importante do debate segundo Hermann (2003) diz respeito à taxa de juros praticada pelo mercado para os títulos de curto e longo prazo. No jargão macroeconômico, a relação existente entre as taxas de juros nominais de títulos de curto e longo prazo é denominada de curva de rendimentos (CR). Conforme explica Hermann (2003, p.266):

A CR espelha a estrutura a termo das taxas de juros para títulos com condições de mercado equivalentes quanto a risco, tributação e regulamentação, ou para um mesmo título, considerando diferentes prazos de vencimento.

Para explicar a relação existente entre taxas de juros de curto e longo prazo, apresentamos três teorias distintas.

A teoria das expectativas considera o investidor indiferente quanto a possuir títulos de curto prazo ou títulos de longo prazo em sua carteira. Logo, dependendo das expectativas do mercado, a taxa de equilíbrio de longo prazo será maior ou menor que a taxa de curto prazo conforme as expectativas da taxa de curto prazo.

A teoria dos mercados segmentados admite que os mercados de curto e longo prazo são relativamente independentes entre si, tendo em vista que os investidores possuem perfil e objetivos bastante distintos o que acarreta taxas de juros refletindo as condições de oferta e demanda dos respectivos ativos a cada período.

A terceira teoria reproduz o enfoque pós-keynesiano baseado na TPL. Essa interpretação leva em consideração fatores inerentes a economias de mercado bem desenvolvidas onde os agentes detentores de riqueza valorizam a liquidez como meio de proteção contra as incertezas de rendas futuras, ou melhor, incertezas ligadas a maior dificuldade de avaliação do retorno e do risco de qualquer investimento de longo prazo, da maior exposição ao risco de iliquidez. Neste caso, os investidores exigem um prêmio maior pela renúncia à liquidez por um prazo maior. Este prêmio será tanto maior quanto maiores forem as incertezas na economia, refletidas nas condições macroeconômicas como em condições específicas do mercado financeiro, por exemplo: as expectativas inflacionárias, expectativas de aumento da taxa de juros de curto prazo, perspectivas de aumento da inadimplência ou ainda qualquer incerteza com relação ao comportamento futuro do mercado.



Porém, acentua Hermann (2003, p.268-269):

A capacidade de repasse do grau de preferência por liquidez para a taxa de juros de longo prazo depende, em grande parte, das condições de concorrência (ou de concentração) do mercado: quanto mais competitivo for o mercado de crédito, menor tende a ser o prêmio de liquidez, pois a maior concorrência, em geral, inibe o aumento de preços – nesse caso, inibe o aumento da taxa de juros de longo prazo via repasse do prêmio de liquidez.

Não podemos deixar de considerar ainda que o prêmio de liquidez reflete as condições institucionais (tributação, recolhimentos compulsórios, etc.) e as condições legais (lei de falências, condições de execução de garantias, etc.) existentes no país, que afetam diretamente o cumprimento de contratos de longo prazo. Daí resulta um limite para o aumento dos juros de longo prazo. A eficácia da compensação ao risco de iliquidez através do PL<sup>5</sup> está limitada a confiança/incerteza existente no funcionamento do mercado financeiro na medida que o prazo de maturidade dos títulos de longo prazo se aproximam do prazo máximo aceitável pelos investidores.

---

<sup>5</sup> PL = prêmio de liquidez exigido do ativo de longo prazo.

### **3 O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL: UMA DIFICULDADE HISTÓRICA**

#### **3.1 UM BREVE HISTÓRICO DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL**

No Brasil, contrariamente ao que ocorreu em outros países que atravessaram processos de inflação elevada, as instituições e mercados financeiros não apenas sobreviveram como prosperaram e se fortaleceram, chegando ao período de estabilização de preços em condições bastante sólidas e competitivas para enfrentar a concorrência no setor com o processo de abertura econômica. Conforme ressalta Carvalho (2005, p.332):

Qualquer economia que sofra uma inflação elevada e persistente verá sua moeda perder uma ou mais funções da moeda. Se não houver nenhuma reação, a moeda local acabará por se tornar inútil e será substituída por outra, na maioria das vezes o dólar americano, que conta geralmente com o reconhecimento e a confiança do público em geral.

No entanto, apesar dos bancos nacionais no Brasil terem mantido os bancos estrangeiros em posição secundária, a funcionalidade do SFB é muito baixa, principalmente em termos macroeconômicos. Um bom exemplo está na relação crédito/PIB que, conforme esclarece Carvalho (2005, p.330), “se encontra por volta de 30%”, valor este muito abaixo da média internacional.

##### **3.1.1 O Sistema Financeiro Brasileiro**

A reforma do sistema financeiro de 1964 a 1967 - que tinha como objetivo principal a implementação no Brasil de um modelo de sistema financeiro segmentado, onde caberia aos bancos de investimento o financiamento de longo prazo predominantemente através do mercado de capitais, atuando de forma a organizar a colocação de ações e títulos de dívida no mercado e aos bancos comerciais o segmento de crédito de curto prazo devido, principalmente, à captação de depósitos à vista - baseou-se

no diagnóstico de que o problema do financiamento de longo prazo no Brasil era devido à insuficiência de poupança doméstica que por sua vez era fruto de uma baixa taxa real de retorno dos ativos. Com este diagnóstico, institui-se a correção monetária para os ativos de renda fixa e, incentivos fiscais para os de renda variável, além de uma política gradualista de combate à inflação. Porém, não havia qualquer incentivo especial para as aplicações de longo prazo. Ademais, ressalta Hermann (2003, p.246),

é sabido que a correção monetária (indexação retroativa) só atua como mecanismo eficiente de proteção da renda real sob taxas de inflação moderadas e estáveis, que asseguram a capacidade de cálculo prospectivo pelas partes envolvidas e permitem a espera pelo crédito da correção sem perdas significativas de rendimento. Este, porém, não foi o perfil da inflação brasileira nos anos que se seguiram às reformas.

Outro ponto importante da discussão está ligado a gestão da política financeira após as reformas. Enquanto que, originalmente, a fonte principal de financiamento dos bancos de investimento era a emissão de títulos de longo prazo no mercado interno, com correção monetária, e também junto a bancos estrangeiros, as pressões advindas do processo inflacionário fizeram com que as autoridades monetárias autorizassem esses bancos a emitirem títulos de mais curto prazo e pré-fixados. Assim, os bancos de investimento passaram a atuar no mesmo segmento de mercado das financeiras desfrutando de iguais condições de captação no mercado interno e com a vantagem ainda da captação externa, mais barata do que a doméstica.

Este processo trouxe uma concentração bancária com a formação de conglomerados financeiros, com novas instituições financeiras regulamentadas, sob o comando de bancos comerciais e de investimento.

Posteriormente, a reforma bancária de 1988 apenas consolidou o que na prática já vinha ocorrendo no sistema financeiro brasileiro, com a instituição do banco múltiplo. Esta medida para os bancos representou a possibilidade de reorganização administrativa e da centralização de recursos com a conseqüente redução de custos operacionais, especialmente de pessoal.

É importante ressaltar que contrariamente ao que ocorreu nos outros países latino-americanos - que também enfrentaram a crise da dívida externa, no Brasil, a crise da dívida não acarretou uma crise bancária, pois como esclarece Hermann (2003, p.249), “o setor não só sobreviveu bem, como auferiu lucros elevados ao longo de todo o período de crise econômica”.

Esta particularidade brasileira deve-se ao modelo de gestão da política monetária e da dívida pública adotados à época, mais conhecida por “zeragem automática”. Neste

processo, o Banco Central do Brasil zerava diariamente os eventuais déficits de reserva dos bancos recomprando títulos públicos, com prazos cada vez mais curtos e com taxas de juros indexadas às variáveis mais voláteis da economia: inflação, câmbio e a própria taxa de juros. Este procedimento colocou os bancos numa zona de conforto financeiro na medida que podiam combinar baixo risco e alta rentabilidade em contraposição ao encolhimento verificado no mercado de crédito privado.

Assim, vale a pena destacar o enfoque de Carvalho (2005, p.333) com relação à forma bastante peculiar com que a economia brasileira, em particular as instituições financeiras, atravessaram o período de inflação elevada e auferiram lucros relevantes:

O SFB foi favorecido pelo fato de que os agentes econômicos que operavam no país substituíram o cruzeiro – moeda da época – como unidade de medida, mas não como meio de pagamento. As unidades de medida adotadas – como a unidade padrão de capital, primeiro indexador definido no país - ao contrário do dólar americano, não tinham existência material.

Com esse arranjo, o cruzeiro era mantido como meio de pagamento, e os bancos detinham o privilégio de servir como principal sistema de pagamentos em moeda local, ou seja, o público em geral mantinha seus recursos depositados nos bancos que lucravam com a indexação monetária.

Assim, concluiu Carvalho (2005, p.333):

Antes que a aceleração da inflação acabasse por disfuncionalizar irremediavelmente o sistema nos seus anos finais, em especial no início da década de 1990, a captação de recursos sob a forma de depósitos à vista pelos bancos para aplicação, ainda que por períodos limitados de tempo, em títulos públicos cuja remuneração superava a inflação corrente, tornou-se uma fonte importante de ganhos para o setor, permitindo-lhes acumular um importante colchão de recursos que lhes seria muito útil quando a estabilização fosse alcançada.

Dessa forma, num cenário de instabilidade monetária e financeira, o crédito de longo prazo fica bastante prejudicado tendo em vista a maior dificuldade de avaliação de retorno e risco deste tipo de ativo.

Com a política de abertura financeira e de juros reais elevados adotadas a partir de 1992 na gestão do Ministro da Economia Márcio Marques Moreira, a renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady e o programa de estabilização de preços a partir de 1994 com o Plano Real, os investidores internacionais voltaram a investir no Brasil, porém ainda em operações de curto prazo.

### 3.1.2 O surgimento e a crise do modelo de financiamento ao desenvolvimento brasileiro

Na década de 40 e até meados da década de 50 o sistema financeiro brasileiro espelhava o retrato de uma economia basicamente agrícola, exportadora de *commodities*. A adoção de uma política econômica de industrialização com foco na substituição de importações trouxe a necessidade de financiamento de longo prazo então apoiado no tripé autofinanciamento, crédito público e crédito externo. Embora com pesos distintos, foram estas as fontes de recursos utilizadas no Plano de Metas de Juscelino Kubitschek no período de 1956 a 1961, no período denominado de “milagre econômico” (1968 a 1973) do governo Médici e durante o II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento) do governo Geisel – 1974 a 1978. Neste contexto, coube ao Estado assumir a responsabilidade pelo investimento pesado em infra-estrutura básica – energia e transportes – e ao capital estrangeiro, o investimento na indústria metal-mecânica. Já o capital privado nacional investiu, principalmente nos setores de distribuição e de fornecedores para as grandes empresas multinacionais – como a indústria de autopeças.

Com relação à participação direta do Estado na Economia, destaca Giambiagi e Além (2001, p.97):

A participação direta do Estado em diversas atividades econômicas foi, em linhas gerais, uma característica comum da maioria dos países em desenvolvimento, principalmente, daqueles que buscaram um processo rápido de industrialização. Tendo em vista o nível de atraso em vários setores da economia, o Estado transformou-se em um agente econômico ativo, assumindo uma variedade de papéis, com destaque para os de produtor e financiador dos esforços de crescimento econômico.

Ainda com relação ao tripé que financiou o desenvolvimento industrial brasileiro nas décadas de 50 a 70, merece destaque o componente representado pelo crédito externo, não só pela sua contribuição com o ciclo expansivo da economia nacional, mas também para o crescimento do endividamento externo e desdobramentos posteriores. Para explicar a aceleração do endividamento externo no período, Cruz (1982, p.73) afirma que,

o que houve, isto sim, foi à convergência de uma situação de grande liquidez internacional com a de um ciclo expansivo interno onde a demanda por crédito em moeda doméstica exercida pelo setor privado crescia a taxas elevadas e onde as características institucionais do sistema financeiro interno faziam com que parcela crescente dessa demanda fosse atendida, independentemente do estado das contas externas, por operações que envolviam a entrada de recursos externos.

Vale destacar ainda que, apesar das medidas adotadas à época para a reorganização do sistema financeiro, o crédito externo, especialmente sob a forma de captação direta, representava uma alternativa de financiamento bastante atrativa não só às empresas públicas, como também as empresas privadas, principalmente às empresas internacionais com operações no Brasil. Sobre esse assunto, explica Cruz (1982, p.95):

Em primeiro lugar porque significou um alargamento das bases de financiamento, principalmente numa faixa de crédito para a qual o sistema financeiro recém-estruturado mostrou-se incapaz de atender; o de longo prazo. Nesse sentido, não só possibilitou a ampliação das operações de curto prazo como ocupou, em boa medida, o espaço destinado, na reforma financeira, aos bancos de investimentos. Em segundo lugar, porque se constitui em modalidade de crédito cujo custo ao mutuário tendeu a situar-se em níveis significativamente inferiores aos observados nas faixas não subsidiadas do crédito disponível nas instituições financeiras domésticas.

Nessa situação, a persistência do modelo de financiamento com bases no tripé autofinanciamento, crédito público e crédito externo até fins da década de 1970 mostra o quanto não surtiu o efeito desejado a reforma proposta para o sistema financeiro no período de 1964 a 1967, conforme comenta Hermann (2003, p.245),

a persistência desse modelo de financiamento até fins da década de 1970 atesta o fracasso da reforma de 1964 a 1967, que não foi capaz de consolidar um sistema privado de financiamento de longo prazo no Brasil, baseado no mercado de capitais e nos bancos de investimento.

Após o período do II PND, não observamos outro ciclo de expansão econômica duradoura no Brasil. Conforme ressalta Hermann (2003, p.247), a economia brasileira desde então vem apresentando “uma trajetória errática de *stop and go*”, no qual curtos períodos de *go* se alternam com longos períodos de *stop*. A década de 80 ficou conhecida como “a década perdida” em função da instabilidade monetária e estagnação econômica, fruto de uma conjugação de fatores desfavoráveis, como os choques externos dos juros norte-americanos e dos preços do petróleo (1979), a crise da dívida externa e o processo inflacionário e o desequilíbrio fiscal que se seguiram a esses eventos.

Segundo Hermann (2003, p.248), a estagnação econômica dos anos 80 reflete a crise do modelo de financiamento que sustentou o crescimento econômico nas décadas de 50 e 70 no Brasil,

o crédito externo ficou exaurido por quase uma década consecutiva e a crise financeira do setor público restringiu significativamente a capacidade de empréstimo dos bancos públicos.

Da mesma forma, o quadro que se apresentava na década de 80 até metade da década de 90 (restrição externa, instabilidade monetária e estagnação econômica) desestimulava a oferta de crédito de longo prazo, bem como o investimento e endividamento das empresas.

Com o esgotamento do modelo até então utilizado para financiar o crescimento econômico brasileiro, reduziu-se significativamente os empréstimos externos que passaram a servir basicamente para a rolagem da dívida. Esta situação, combinada com a redução real das receitas operacionais, acarretou uma diminuição significativa da capacidade de autofinanciamento das empresas estatais e seus níveis de investimento. Assim, esclarece Giambiagi e Além (2001, p.374):

A crise dos anos 1980 refletiu o esgotamento do modelo de desenvolvimento anterior calcado fundamentalmente no investimento estatal, financiado pelo endividamento externo, e, assim lançou as bases para a discussão de um novo papel do Estado.

### **3.1.3 As mudanças esperadas com o Plano Real**

Com a estabilização de preços da economia, obtida a partir do Plano Real, esperava-se modificações consideráveis no sistema financeiro brasileiro. Acreditava-se que os bancos mudariam suas estratégias operacionais desencadeando uma expansão das operações de crédito para fazer frente à queda de lucratividade com a perda das receitas de “floating”, fruto do processo inflacionário.

Esperava-se também o equilíbrio do orçamento do setor público, uma vez que não mais existiria a corrosão das receitas e a indexação das despesas pelo efeito da inflação, fenômeno este conhecido por “efeito Tanzi”<sup>6</sup>.

Pensando assim, as instituições financeiras apostaram de início na expansão do crédito ao setor privado como forma de contrabalançar a perda de receitas advindas do

---

<sup>6</sup> A partir do governo de Fernando Collor o Brasil experimentou uma grande abertura econômica acompanhada de um processo de privatização. Naquele momento, observou-se que embora a inflação provesse recursos para o governo através da “senhoriagem”, essa mesma inflação depreciava o valor dos tributos e, portanto, a própria receita pública. Esse fenômeno foi chamado “efeito-Tanzi”. Ele foi amenizado no Brasil através de uma profunda indexação das obrigações tributárias. “Site [www.economiabr.net/economia/pesquisas](http://www.economiabr.net/economia/pesquisas)”.

processo inflacionário. Conforme esclarece Carvalho (2005, p.334), não se pode exagerar o impacto que o Plano Real acarretou aos bancos em operação no país:

Em 1993, as receitas inflacionárias dos bancos foram estimadas em 4,2% do PIB brasileiro, representando 35% do valor da produção estimada do setor. Essas receitas inflacionárias cairiam a zero em 1995.

A expectativa de uma expansão das operações de crédito estava baseada ainda no fato de que, à época, a relação estoque de crédito/PIB no Brasil equivalia tão somente a 29%, demonstrando um grande espaço para o seu crescimento (Cintra, 2000).

Porém, o incentivo ao crédito privado foi interrompido em função do contágio da crise mexicana que acarretou uma forte fuga de capitais, ameaçando sobremaneira a solvência do setor bancário. Apesar do socorro as dificuldades do setor pelo governo federal com o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Sistema Financeiro Nacional (Proer), o que realmente sustentou a rentabilidade do setor bancário foi o crescimento vertiginoso do *déficit* público federal e do estoque da dívida pública brasileira. Este aumento foi caracterizado, principalmente, pelo próprio aumento das despesas com o serviço da dívida em razão da manutenção de taxas de juros excepcionalmente elevadas.

De acordo com Carvalho (2005, p.336),

o círculo vicioso em que altas taxas de juros agravam a situação financeira do governo federal – forçando-o a emitir mais títulos, o que por sua vez permite ao mercado exigir retornos ainda maiores, o que agravará o desequilíbrio fiscal, reiniciando o ciclo infernal – reabriu oportunidades de ganhos para o setor financeiro que se acreditava terem ficado no passado.

Dessa forma, podemos concluir que as instituições financeiras que operam no Brasil estão longe de serem consideradas ineficientes. No momento que o mercado sinalizou uma queda das receitas com o fim do processo inflacionário, os bancos voltaram-se para ocupar o mercado de crédito privado. Porém, na medida que o governo se mostrou incapaz de resolver o dilema macroeconômico em que se encontrara, recorrendo mais uma vez à emissão de títulos públicos para financiar o seu *déficit*, o setor bancário simplesmente voltou a adotar a estratégia anterior. Buscar as melhores oportunidades de ganho que o mercado oferece é uma característica fundamental das instituições eficientes numa economia de mercado.

Assim, ressalta Carvalho (2005, p.337), é preciso tornar o SFB eficiente no sentido macroeconômico do termo, ou melhor, atuando no investimento a produção nacional. E para tanto, o direcionamento das ações passa, primordialmente, “pela mudança da atual



estrutura de incentivos à alocação de recursos financeiros, retirando-os do giro de papéis da dívida pública e redirecionando-os para o financiamento privado”.

Segundo estudos realizados por Soares (2001), contrariamente ao que se esperava, a estabilização de preços na economia além de não alavancar o crédito ainda deteve o crescimento que até então ocorria, tendo em vista que o que acabou ocorrendo foi uma redistribuição do crédito entre setores, diminuindo a participação do setor público e aumentando a do setor privado, que passou de 65% do crédito total, em 1989, para 93%, em 1999.

Seguindo o mesmo raciocínio, Soares (2001, p.43) constatou que,

a redistribuição do crédito entre os segmentos do setor privado, favoreceu as pessoas físicas em detrimento do setor produtivo que embora tivesse mantido uma participação constante (54%) apresentou indicação de queda.

Dentre os fatores apontados nos estudos de Soares (2001) para este comportamento do crédito no Brasil, merece destaque à maneira com o que o Brasil aderiu ao Acordo da Basileia em agosto de 1994 estabelecendo aos bancos em operação no país, exigências mais rigorosas que aquelas previstas no acordo, limitando às operações de crédito na medida que estimulou a aplicação em títulos públicos federais, uma vez que foram considerados ativos de risco nulo – peso de zero, pelos representantes dos Bancos Centrais dos países que aprovaram o documento.

No que diz respeito ao mercado de capitais brasileiro, o retorno do capital externo contribuiu principalmente para o crescimento das operações no mercado secundário, refletindo o viés especulativo desse mercado no período.

Logo, ressalta Hermann (2003, p.252),

os dois principais entraves de natureza macroeconômica, a restrição externa e a alta inflação foram removidos em meados dos anos de 1990 e, a despeito disso e da inegável expansão do mercado de capitais local desde o início da mesma década, o financiamento de longo prazo no Brasil permanece ainda dependente do crédito público e externo.

### 3.1.4 A adesão ao Acordo da Basileia e o comportamento do crédito

O Comitê da Basileia para Supervisão Bancária aprovou em julho de 1988 o documento que ficou conhecido por Acordo da Basileia. Este acordo foi discutido e aprovado por representantes dos Bancos Centrais do grupo de países denominado G10<sup>7</sup>.

O objetivo central do Acordo é minimizar os riscos das atividades bancárias e consequentemente obter maiores garantias de solvência e liquidez do sistema bancário internacional.

Ainda, o Acordo traz como objetivo a redução das desigualdades entre os bancos no que diz respeito a competitividade, padronizando o conceito de capital, estabelecendo parâmetros mínimos para capitalização dos bancos. Em suma, os bancos devem possuir um nível de capital que seja compatível com suas operações ativas. Na linguagem do acordo, que o Patrimônio Líquido Ajustado (PLA) seja igual ou superior ao Patrimônio Líquido Exigível (PLE). Conforme esclarece Soares (2001, p.28),

para tanto, o Banco Central do País deve estabelecer quais contas do balancete patrimonial os bancos podem considerar como componente do capital, ou seja, do PLA e, além disso, deve fixar a alavancagem do sistema financeiro e estabelecer o risco – ponderação – dos vários ativos bancários, o que permite calcular o PLE.

Os países podem aderir ao Acordo com valores diferentes de alavancagem e de risco, no entanto, o Acordo recomenda os seguintes parâmetros: *i*) alavancagem de 12,5,<sup>8</sup> ou seja, um capital mínimo de 8% em relação ao ativo total ponderado; e *ii*) cinco categorias de risco para os ativos assim discriminados: disponibilidades, títulos federais, aplicações em ouro, títulos dos governos estaduais e municipais, e créditos – com, respectivamente, risco nulo, reduzido e risco normal, com a ponderação de 0%, 10%, 20%, 50% e 100%.<sup>9</sup> Assim, conforme bem esclarece Soares (2001, p.29),

o país que concordar com essas sugestões e estabelecer, por exemplo, que títulos do governo federal têm risco nulo – peso de zero – estará aceitando que esses ativos são considerados livres de risco, consequentemente, nenhum capital seria necessário para sustenta-los. Por outro lado, se aceitar que os créditos têm risco normal – peso de 100 –

---

<sup>7</sup> O G10 é formado por representantes da Bélgica, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Holanda, Suécia, Reino Unido, Estados Unidos e Luxemburgo.

<sup>8</sup> De acordo com Magliano (1994), a origem desse índice de alavancagem de 12,5 recomendado pelo Comitê da Basileia, está em estudos prévios dos 50 maiores bancos dos Estados Unidos, que apresentavam um índice próximo a esse.

<sup>9</sup> O critério adotado pelo Acordo da Basileia para determinar o capital dos bancos corresponde ao critério adotado nos Estados Unidos desde o final dos anos 1980.

estará concordando que para cada 100 que os bancos apliquem em créditos necessitam ter 8 de capital.

Convém ressaltar ainda que o país que aderir ao Acordo se compromete a seguir as normas anteriormente negociadas pelo G10, podendo apenas fixar exigências mais altas que aquelas contempladas no Acordo.

Conforme já citado anteriormente, o Brasil aderiu ao Acordo da Basiléia em agosto de 1994, justamente no período em que o Plano Real acabava de ser implementado. A adesão modificou sensivelmente o padrão de comportamento dos bancos e das suas aplicações.

Segundo Soares (2001), a dificuldade de os bancos pequenos cumprirem a exigência de capital mínimo – em níveis bastante superiores aos anteriormente praticados<sup>10</sup> - contribuiu para restringir a concorrência no setor em um momento em que havia necessidade de estimulá-la. Este fato contribuiu para a oligopolização do setor ao fragilizar mais de meia centena de bancos.

Em suma, a adesão ao Acordo da Basiléia criou uma nova situação que pode explicar porque os créditos não se expandiram, além de esbarrar em antigas dificuldades que o Brasil apresenta no que tange a mecanismos privados de financiamento de longo prazo que vem limitando o crescimento econômico do país.

### **3.2 A TAXA DE JUROS E O SPREAD BANCÁRIO NO BRASIL**

Na tentativa de encontrar um caminho a seguir que resolva o impasse das altas taxas de juros e o aumento dos investimentos de longo prazo no Brasil, o presente trabalho contextualiza as condições macroeconômicas que nortearam as políticas econômicas adotadas que mantiveram as taxas de juros em patamares elevados.

Apresenta ainda nesta seção uma análise do *spread* bancário praticado no Brasil, sua evolução após a implantação do Plano Real e os fatores que são considerados para sua determinação.

---

<sup>10</sup> O aumento de capital para os bancos comerciais foi de 60%. Para dos bancos múltiplos, o aumento foi diferenciado por carteira, sendo de 60% para as carteiras comerciais e de investimento, de 722% para as de desenvolvimento, de 135% para as financeiras e de 174% para a carteira imobiliária [Troster 1997, p.8].

### 3.2.1 A taxa de juros praticada na economia brasileira

Desde os anos 80 que o cenário macroeconômico brasileiro reflete a instabilidade, seja por pressões inflacionárias, restrição externa ou concentração do mercado financeiro brasileiro e as opções de política econômica, têm contribuído para a limitação da oferta de fundos de longo prazo no Brasil. Nossa política monetária tem sido direcionada para o cumprimento de metas que envolvem uma taxa de juros nominal básica (a taxa SELIC) em patamares elevados, seja para o combate da inflação ou para enfrentar o problema da restrição externa ou para resolver os déficits fiscais crescentes. Com o Plano Real e a tão esperada estabilidade de preços na economia, a justificativa para os juros elevados se concentrava no modelo denominado de “âncora cambial”, ou seja, o país necessitava aumentar o volume de reservas internacionais para dar credibilidade ao regime cambial e, dessa forma, deveria manter os juros domésticos acima dos juros internacionais, considerando ainda o risco país determinado pelo mercado internacional.

Com a crise cambial de 1999, decorrente de mais um ataque especulativo, e a conseqüente flexibilização cambial, o governo adotou o modelo de metas inflacionárias onde as taxas de juros se movimentam inversamente em relação ao desvio da taxa de inflação frente à meta estabelecida. Porém, a instabilidade do cenário econômico internacional pressiona o câmbio no Brasil e, o fato do patamar das taxas de juros estar diretamente ligado às metas inflacionárias, não permite a queda da taxa de juros no país. Dessa forma, ressalta Hermann (2003, p.272):

Ao contrário do que se propalava quando da mudança do regime cambial, com base no conhecido Modelo Mundell-Fleming, a flexibilização cambial não necessariamente liberta o Banco Central para praticar uma política de juros mais baixos que os possíveis no regime de câmbio fixo. Pelo menos a opção do Bacen no Brasil não foi essa.

O outro ponto importante do enfoque pós-keynesiano diz respeito à instabilidade do cenário macroeconômico fruto do ambiente inflacionário e de instabilidade cambial que se reflete nas expectativas de retorno e avaliação dos riscos de crédito<sup>11</sup> dos ativos financeiros, especialmente os de longo prazo. Esse ambiente instável resulta num aumento na taxa básica de juros, pois entende o Banco Central ser esta uma medida eficiente para

---

<sup>11</sup> O risco de crédito está associado a possíveis perdas que o credor possa vir a ter pelo não cumprimento das obrigações de pagamento assumidas pelo devedor. O risco de crédito se materializa, quer seja pela não

combater a inflação e os desequilíbrios no balanço de pagamentos. Essas expectativas negativas elevam ainda o prêmio de liquidez dos títulos de longo prazo e, essa “roda viva” acaba por elevar o conjunto de taxas de curto prazo gerando uma retração econômica com a conseqüente elevação do risco de crédito dos devedores que acaba por elevar a taxa de juros de longo prazo. A título de comparação, esclarece Cintra (2005), a taxa real de juros no Brasil em torno de 12% ao ano supera em oito vezes a média anual de 1,5% ao ano verificada em uma amostra de 40 países, a exceção dos países emergentes onde a taxa de juros média corresponde a 3% ao ano.

### 3.2.2 O spread bancário e sua evolução no período pós-Real

A taxa básica de juros da economia brasileira (Selic), determinada pelo COPOM<sup>12</sup>, possui dois aspectos macroeconômicos fundamentais. Conforme já citado anteriormente, o BACEN tem autonomia para ajustar o juro primário sempre que pressões colocam em risco o nível geral de preços da economia (metas de inflação). O outro ponto bastante importante diz respeito à estrutura e ao financiamento da dívida mobiliária da União, cujos encargos em 2003 chegaram a quase 10% do PIB. Porém, a simples discussão com relação à elevação da taxa básica de juros esconde um fator por demais relevante na definição do custo do crédito que é o *spread*<sup>13</sup> praticado pelo sistema bancário brasileiro. Para esclarecer melhor, citamos o exemplo de Cintra (2005, p.16) quando faz uma comparação entre a taxa de remuneração paga pelos bancos aos investidores e a taxa de remuneração que os mesmos bancos cobram de seus tomadores de crédito:

13% pagos pelos bancos para captar recursos em fundos de investimentos lastreados em títulos públicos remunerados pela taxa Selic, e os 74% cobrados pelos bancos no crédito pessoal e os 140% cobrados no cheque especial da pessoa física. Para as empresas, os bancos cobram 35% para financiar capital de giro e 66% na conta garantida.

---

pontualidade no pagamento de uma obrigação do devedor ou pela perda total do crédito por incapacidade de pagamento do devedor em casos extremos.

<sup>12</sup> COPOM – Comitê de Política Monetária do Banco Central.

<sup>13</sup> Spread bancário – diferença entre o que os bancos pagam aos aplicadores e o que é cobrado de seus clientes que demandam recursos.

Esses valores assustam pela sua magnitude e causam danos microeconômicos irreversíveis. Se compararmos o *spread* praticado pelos bancos no Brasil com a média de alguns países emergentes obteremos resultados absurdos. Conforme demonstra Cintra (2005, p.16), “em 2003, o *spread* médio no Brasil foi de 43,7 pontos percentuais, enquanto nos países emergentes foi de 3,9 pontos percentuais”.

A discussão com relação ao elevado *spread* bancário praticado no Brasil passa, necessariamente, por uma análise com relação à estrutura do mercado bancário no país. Embora os estudos realizados pelo BACEN não possam confirmar que o setor atua de modo cartelizado, seguramente esse setor possui o poder de definir seus preços, principalmente quando observamos a evolução das tarifas cobradas pelos seus serviços. A meta do segmento bancário brasileiro é conseguir cobrir os seus gastos de pessoal apenas com a cobrança de taxas de serviço. Conforme bem exemplifica Cintra (2005, p.17),

o sistema financeiro arrecadou em 2003, somente através de tarifas, o montante de R\$ 29,3 bilhões e suas despesas com pessoal somaram R\$ 31,7 bilhões. No primeiro semestre de 2004 as tarifas somaram R\$ 16,4 bilhões e os gastos com pessoal R\$ 16,1 bilhões.

Além disso, a quantidade de bancos em operação no Brasil<sup>14</sup> caiu de 246 para 164, o que mostra uma concentração no setor, embora estudos da Federação de Bancos e do Banco Central tentem minimizar o fato alegando que esta concentração é igual em países como Japão, Reino Unido e Espanha, menor que em países como Portugal, Coréia do Sul e Bélgica e maior que a concentração no setor observada em países como os Estados Unidos, Alemanha e Luxemburgo. Porém, esclarece Cintra (2005, p.16-17) com bastante propriedade,

é fato conhecido na literatura que o poder de monopólio ou oligopólio nem sempre se traduz em ações de cartelização ou de monopolização. *Contrariu sensu*, a prática de ações limitadoras da concorrência pode guardar mais correlação com a permissividade da legislação antitruste do que com os índices de concentração industrial.

---

<sup>14</sup> Em 1964 existiam 336 bancos no país. Atualmente, os cinco maiores concentram 61% do volume de crédito, 60% dos ativos, 64% dos depósitos e 51% do patrimônio líquido (Cintra, M. *Conjuntura Econômica*, Janeiro, 2005).

### 3.2.3 Os determinantes do spread bancário no Brasil

O Banco Central vem realizando diversos trabalhos de pesquisa com o intuito de descobrir quais são os determinantes do *spread* praticado pelo sistema bancário brasileiro. Em um desses trabalhos, *Economia Bancária e Crédito – avaliação dos quatro anos do projeto juros e spread bancário*, afirma-se que “não existe fundamento na idéia de que os elevados *spreads* observados no país sejam decorrência da baixa concorrência no setor”<sup>15</sup>. Em outro trabalho realizado pelo Banco Central concluiu-se que, em 2002, a margem líquida dos bancos, na casa de 38,3%, representava a maior parcela da composição do *spread*, enquanto que os impostos representavam 27,7%, os custos administrativos 17,2% e a inadimplência 16,7%. Ora, se as receitas com tarifas cobrem aproximadamente 100% dos gastos com pessoal dos bancos, como se explica o peso dos custos administrativos no *spread* chegar na casa de 17,2% a 29,4% conforme apuração do Banco Central? Da mesma forma, como considerar o peso da inadimplência no *spread* bancário da ordem de 16,7% se as perdas reais da carteira de empréstimo oscilam entre 4% e 5% e estão compatíveis com a experiência internacional<sup>16</sup>?

Outro ponto a ser destacado se traduz na comodidade que os bancos no Brasil possuem nas operações de tesouraria. Para os bancos, a aplicação de recursos em títulos do governo funciona como um “porto seguro” contra as incertezas do mercado uma vez que o risco é praticamente zero. No entanto, ressalta Cintra (2005, p.17), “o direcionamento dos recursos para essas operações contribui para a baixa oferta de crédito na economia”.

---

<sup>15</sup> BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Economia bancária e crédito: avaliação dos quatro anos do projeto juros e spread bancário. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 02 junho 2005.

<sup>16</sup> CINTRA, Marcos. “Spread: reflexo do poder dos bancos no Brasil”. In: *Revista Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, v.59, n.01, p.16-17, jan.2005.

## **4 A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS**

### **4.1 SECURITIZAÇÃO - UM CONCEITO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA**

Neste capítulo, apresenta-se inicialmente o conceito básico do mecanismo da securitização bem como sua importante utilização na transformação da dinâmica dos mercados financeiros na década de 80 e no processo de desvalorização do estoque da dívida externa. Uma vez que o foco do presente trabalho é a securitização de recebíveis, é apresentado não só a sua conceituação como a importância deste mecanismo para captação de recursos a custos mais baixo através de um meio alternativo e eficiente com acesso direto ao mercado de capitais.

Em seguida o trabalho apresenta a estruturação da operação de securitização através das Sociedades de Propósito Específico – SPC, suas características e vantagens, tanto para as empresas emissoras dos recebíveis como para os investidores ressaltando ainda os principais atributos que tornam o processo de securitização uma real alternativa de captação de recursos.

Mostra-se ainda algumas alternativas existentes no mercado que utilizam o mecanismo da securitização como o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC (Fundo de Recebíveis), o Fundo de Investimento Imobiliário – FII e os Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, bem como alguns exemplos de utilização desses instrumentos de captação de recursos.

Por último, é apresentado o mercado de recebíveis brasileiro com sua evolução recente e os entraves regulatórios que ainda persistem, impedindo um crescimento mais acelerado desse mercado.

#### **4.1.1 O conceito básico da securitização**

Entre as inovações financeiras introduzidas nos últimos anos a securitização aparece como uma das mais significativas.



A palavra securitização provém do termo “*securities*”, que em inglês se refere a valores mobiliários e títulos de crédito. Dessa forma, securitizar tem o significado de converter determinados créditos em lastro para títulos ou valores mobiliários a serem emitidos posteriormente. A securitização serve, portanto, como suporte para a emissão de títulos ou valores mobiliários.

Pode-se dizer ainda que a securitização, em seu mais amplo conceito, têm o sentido da conversão de ativos de pouca liquidez em títulos mobiliários de grande liquidez, passíveis de serem absorvidos pelo mercado investidor. Esses títulos possuem como lastro<sup>17</sup> os ativos que foram securitizados, tendo suas receitas baseadas no fluxo de caixa proveniente, seja de juros sobre empréstimos, seja de outros recebíveis.

Conforme Donaldson<sup>18</sup> apud Henderson; Scott (1988), securitização é a prática de estruturar e vender títulos negociáveis com o objetivo de distribuir o risco, normalmente concentrado em um único originador ou em um pequeno grupo<sup>19</sup>, a um grande grupo de investidores.

Henderson; Scott (1988) exemplificam que a securitização é um processo onde um determinado ativo é retirado do balanço de uma empresa originadora através da venda a investidores de títulos negociáveis representativos deste mesmo ativo, sem o direito de regresso<sup>20</sup> (ou com direito de regresso limitado) contra o originador.

Kravitt (1998), entretanto, prefere dar um significado mais abrangente a securitização, defendendo que a securitização consiste na utilização de uma estrutura para financiar determinados ativos de forma mais eficiente, baseada na escolha pela expectativa de comportamento financeiro de determinados ativos, em oposição à expectativa de comportamento financeiro do próprio originador destes ativos.

Em resumo, comenta Vedrossi (2002), a partir da securitização é criada uma estrutura de captação de recursos inequivocamente associada à qualidade dos ativos, ou melhor, à qualidade das receitas vinculadas a esses ativos e não à qualidade do tomador dos recursos. A qualidade do tomador de recursos pode ser agregada à operação, mas não de forma obrigatória ou necessária. Assim, o objetivo das operações de securitização é a

---

<sup>17</sup> O ativo lastro de um determinado título significa o ativo ao qual este título está vinculado possuindo, portanto, as mesmas características em termos de qualidade e riscos.

<sup>18</sup> Extraído do texto *Companion to Treasury Management* de J.A. Donaldson.

<sup>19</sup> Donaldson, aqui, refere-se aos empréstimos sindicalizados, aqueles onde um pequeno grupo de instituições financeiras dividem o risco de crédito de uma determinada operação de empréstimo.

<sup>20</sup> Por direito de regresso entende-se a existência de coobrigação do originador sobre os títulos emitidos.

criação de títulos representativos de um determinado ativo que possam ser absorvidos pelo mercado de capitais pela sua atratividade junto a esse mercado.

#### **4.1.2 A securitização como dinâmica de um processo de transformação dos mercados financeiros privados ao longo dos anos 80**

O contexto macroeconômico internacional a partir do final da década de 70 consolidou no mercado a utilização de instrumentos financeiros mais flexíveis que permitissem a captação de recursos com baixo risco de crédito e possibilidade de transferência do risco de preço<sup>21</sup>.

A instabilidade financeira da época, fortemente condicionada por uma política monetária norte-americana restritiva que levou a economia mundial a uma recessão profunda no período de 1981-1982 e a intensificação das flutuações das taxas de câmbio e de juros, criou uma demanda significativa por instrumentos de transferência de risco de preço.

Esses instrumentos vinham também de encontro à necessidade do mercado de fazer frente ao crescimento dos *spreads* bancários, fruto da preocupação com uma possível crise sistêmica, conforme esclarece Baer (1993, p.46):

Em função do maior risco de crédito, que se manifestou no início de 1980 com a primeira escalada das taxas de juros e se tornou evidente com a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento em 1982, procurou-se fortalecer a posição dos bancos, como precaução contra uma possível crise sistêmica.

Da mesma forma, os bancos centrais dos países industrializados passam a ter uma postura mais rígida com relação à necessidade de capitalização e reservas de contingências dos bancos, procedimento este que eleva o custo da obtenção de recursos junto aos bancos e incentiva o processo de desintermediação financeira<sup>22</sup>.

Assim, o crescimento significativo dos déficits dos governos e de seu financiamento através de títulos públicos, a retomada dos investimentos produtivos nos

---

<sup>21</sup> Risco de perda potencial da posição, decorrente de um movimento adverso no preço do valor mobiliário de determinado ativo financeiro.

<sup>22</sup> Denomina-se desintermediação financeira, em contraposição à intermediação financeira, a troca de recursos entre agentes superavitários e deficitários através de um contato direto entre eles. Neste caso, qualquer intervenção de um agente financeiro se restringe à simples estruturação e gestão da operação, não envolvendo a estrutura ativa/passiva da instituição financeira. “Baer (1993)”.

países centrais com recursos obtidos através da emissão de títulos por parte dos agentes privados e a crise dos créditos sindicalizados<sup>23</sup> para os países em desenvolvimento, dinamizaram o processo de securitização na década de 80.

Além da securitização, para que o processo cumpra o seu papel de instrumento flexível na negociação de ativos financeiros, é necessário que esteja acompanhado de um mecanismo de transferência de risco de preço para fazer frente à significativa instabilidade das taxas de juros e de câmbio. Esses mecanismos de transferência de risco – *swaps*, opções e futuros - surgidos na mesma época da securitização, possuem hoje um mercado organizado e desenvolvido que dão a liquidez necessária a essas operações. Dessa forma, aproveitando a citação de Baer (1993, p.53),

é a imbricação da securitização com a ampla disponibilidade de mecanismos de transferência de risco que imprime atualmente a dinâmica aos mercados financeiros, que se caracteriza por uma extrema flexibilidade em termos de taxas de remuneração, prazos e moedas.

O processo de securitização e de transferência de risco de preço não foi apenas importante para atender as necessidades dos captadores de recursos e dos agentes financeiros. Essa inovação contribuiu sobremaneira para alterar o comportamento dos poupadores que passaram a concentrar suas aplicações em fundos de investimento na busca de maior segurança pela dispersão do risco e maior flexibilidade em termos de prazo.

Outro ponto a ser destacado diz respeito à globalização financeira, processo este imprimiu uma maior integração dos mercados financeiros mundiais, diminuindo significativamente os controles sobre os movimentos de capitais e em contrapartida facilitando o acesso a instituições financeiras estrangeiras. Em suma, como bem esclarece Baer (1993, p.53),

através da securitização e de uma combinação de *swaps* de moeda e de juros, o demandante de recursos pode dispor de uma operação financeira no mercado internacional equivalente à de um sistema financeiro de um país específico, ao qual ele não tenha acesso direto.

---

<sup>23</sup> Créditos sindicalizados - Representavam uma união de grandes bancos operando nos países desenvolvidos que ofertavam juntos créditos para os países em desenvolvimento.

#### 4.1.2.1 Swaps, opções e futuros

As operações de *swap* constituem o instrumento mais eficaz para proteção contra flutuação indesejada de taxas, pela possibilidade, em um só contrato, de realizar o *hedge*<sup>24</sup> de duas posições, cada uma com um indexador diferente. Os principais fatores que dão origem ao *swap* são: ·a) descasamento entre ativo e passivo dos contratantes, ocasionando algum tipo de risco; ·b) descasamento nos dias de vencimentos de obrigações a pagar. Os tipos mais comuns de *swap* são: a - *swap* de vencimento; b - *swap* de taxa; c - *swap* de qualidade (quando se buscam garantias mais eficazes). A operação pode ainda ser estimulada por variações nos impostos incidentes sobre a obrigação, gerando vantagens fiscais ou perdas dedutíveis pela mudança de posição. A modalidade mais comum de *swap* é chamada *plain vanilla*, que é a troca de uma taxa pré-fixada por uma taxa flutuante, e vice-versa. Operações com *swap* são utilizadas nos mercados de ouro ativo financeiro, taxas de câmbio, taxas de juros, ações, mercadorias e índices de preços e de ações, além de opções não padronizadas referenciadas em debêntures<sup>25</sup> simples ou conversíveis em ações, em notas promissórias e em ações de companhias abertas.

As opções são instrumentos financeiros que conferem a seus titulares o direito de comprar ou vender um ativo-objeto a um preço determinado. Para o lançador da opção, ao direito do titular se opõe uma obrigação futura, caso esse direito seja exercido pelo titular. Em termos de preço, as opções apresentam as seguintes características: a) opção dentro do preço (*in-the-money option*) - opção cujo exercício representa um fluxo de caixa positivo para seu titular; b) opção fora do preço (*out-of-the-money option*) - opção cujo exercício representa um fluxo de caixa negativo para seu titular; c) opção no preço (*at-the-money option*) - opção cujo exercício representa um fluxo de caixa neutro para seu titular.

Já os contratos futuros (*future contract*) são contratos que estipulam a entrega futura de compra ou venda de ativo, instrumento financeiro, *commodity*<sup>26</sup> ou moeda

---

<sup>24</sup> Estratégia pela qual investidores com intenções definidas procuram cobrir-se do risco de variações de preços desvantajosas para seus propósitos. “BOVESPA – Dicionário de Finanças”.

<sup>25</sup> Valor mobiliário, emitido pelas sociedades por ações que asseguram, a seu titular, um direito de crédito contra a companhia emissora, nas condições constantes da escritura de emissões e do certificado, quando este for emitido. A debênture é um título versátil, o que permite à companhia otimizar seu perfil de endividamento, porque pode ser emitida a prazos longos, e ser amortizada gradualmente. Esta característica permite ainda o financiamento de projetos de porte e aumento na disponibilidade de capital circulante. “BOVESPA – Dicionário de Finanças”.

<sup>26</sup> Mercadoria.

estrangeira, a um preço determinado, que pode ser liquidado por entrega física, financeira, ou por compensação.

#### **4.1.3 A Securitização no processo de desvalorização do estoque da dívida externa**

Conforme já citado anteriormente, a tecnologia da securitização permitiu aos agentes financeiros uma maior flexibilização dos seus ativos, com destaque para aqueles de maior risco. A retomada dos investimentos nos países centrais e a incapacidade dos países endividados de cumprirem com seus compromissos externos, conforme explica Baer (1993, p.58), “criou a situação de uma virtual desvalorização dos estoques da dívida externa”.

No início, quando eclodiu a crise da dívida externa, havia apenas um mercado secundário pequeno e informal atuando basicamente com bancos internacionais que possuíam um envolvimento marginal com países em desenvolvimento. Através da tecnologia financeira da securitização esses bancos procuraram desfazer-se destes ativos uma vez que o momento direcionava para a colocação de dinheiro novo.

Posteriormente, em meados da década de 80, com o incremento dos investimentos e dos financiamentos nos países centrais, esclarece Baer (1993, p.58):

O estoque de ativos alocados no mundo subdesenvolvido e com problemas de realização foi perdendo importância relativa na carteira dos agentes financeiros, seja pelo acúmulo de reservas de contingências, seja pela expansão de novos negócios nos países industrializados. Isso fez com que mais agentes financeiros comessem a oferecer títulos de dívidas externas no mercado secundário, derrubando os preços destes papéis.

Este comportamento mostrou a necessidade de mudanças nas negociações das dívidas externas que, pelo lado dos credores ratificava uma tendência de mercado, mas para os países devedores significava a possibilidade de desvalorização do estoque de passivo externo.

O surgimento da Proposta Brady no início de 1989 traduz o apoio norte-americano para a redução do estoque da dívida através de um envolvimento oficial no processo.

Assim, conclui Baer (1993, p.59),

a flexibilização das operações financeiras através do processo de securitização – num contexto de retomada da dinâmica financeira internacional entre os países industrializados e, conseqüentemente, de menor importância relativa dos ativos “presos” na região

subdesenvolvida – abriu espaço para a discussão de uma possível desvalorização de ativos referentes a dívidas externas de países subdesenvolvidos de renda média.

#### 4.1.4 A securitização de recebíveis

As operações de securitização podem apresentar-se de diferentes formas e estruturas, além da possibilidade de serem específicas para cada tipo de crédito. Este trabalho tem como foco a securitização de recebíveis sendo, portanto, importante o entendimento de uma das aplicações das técnicas de securitização mais utilizadas em todo o mundo que é a criação de títulos lastreados em recebíveis.

No Brasil, anteriormente à Resolução do BACEN nº2.493/98 de 07 de maio de 1998, era vedado as instituições financeiras à realização de operações de securitização de recebíveis. Com o advento da referida resolução, tal proibição ficou ultrapassada, passando as instituições financeiras a contarem com uma nova forma de captação de recursos, possibilitando a ampliação de operações de crédito.

O conceito de recebíveis<sup>27</sup> remete à existência de créditos a receber provenientes de operações de financiamento, ou mesmo, venda de determinados produtos ou serviços. Kothari (1999) cita como exemplos recebíveis provenientes de operações de venda de imóveis, de venda de veículos, de aluguel de veículos, de cartões de crédito, de diárias de hotéis, de companhias de eletricidade, telefônicas, de água, de companhias de aviação ou mesmo de seguradoras.

Assim, resume Vedrossi (2002, p. 24):

O objetivo da securitização de recebíveis, em seu sentido mais amplo, é a identificação do fluxo de caixa futuro esperado desses recebíveis, sua consolidação em pacotes, a separação destes de seu originador e sua fragmentação em títulos de investimento a serem oferecidos a investidores. Ou seja, como citado anteriormente, os investidores não estão buscando investimentos diretamente na empresa originadora, mas sim, no pacote de recebíveis que lhes foi oferecido.

A tecnologia da securitização possibilita a renegociação dos débitos, financeiros e comerciais de uma empresa, por meio da colocação de papéis no mercado com garantias

---

<sup>27</sup> Embora todo o mercado e a própria legislação brasileira tenham adotado a utilização do termo recebível, CHALHUB (1998) contesta a utilização deste termo, já que, segundo ele, não se faz necessário a adoção de

operacionais. É utilizada como instrumento de antecipação de recebimento de recursos, sendo que os recebimentos originais funcionam como garantia, possibilitando uma troca de sistemas de títulos que oferece maior garantia, prazo e liquidez. A diferença básica entre a operação de securitização e a operação de empréstimo convencional é que na securitização os recebíveis são isolados em uma companhia à parte – Sociedade de Propósito Específico, e, no caso de *default*<sup>28</sup> do originador, esses títulos são facilmente cobrados, diretamente do mercado; assim, a operação de securitização é considerada excelente em matéria de risco para os investidores.

#### 4.1.5 A importância do mecanismo da securitização

A securitização tem papel fundamental nas economias desenvolvidas no mundo inteiro, embora grande parte das operações, segundo Vedrossi (2002) - em torno de 75% do volume mundial - sejam feitas nos Estados Unidos. Ele estima que o volume total de títulos lastreados em hipotecas<sup>29</sup> em circulação no mercado americano já excede cifras da ordem de US\$ 4 trilhões, o que representa, aproximadamente, 80% do mercado americano de ativos securitizados. É possível, portanto, estimar que o volume total de títulos vinculados a ativos securitizados em circulação no mercado americano é da ordem de US\$ 5 trilhões, o equivalente a 50% do PIB daquele país.

A captação de recursos para alguns mercados americanos (como o imobiliário ou de cartões de crédito) é feita basicamente através de operações de securitização. Esse mecanismo, segundo Vedrossi (2002), amplia as possibilidades de captação de recursos e acesso a financiamento aos originadores<sup>30</sup> desses créditos, através de um meio alternativo e eficiente, dando acesso direto ao mercado de capitais, reduzindo os custos e riscos da captação. Além disso, a possibilidade de desassociar a qualidade dos créditos da qualidade do originador faz com que os próprios custos de captação sejam menores, conseqüência do alargamento da base de investidores.

---

um neologismo para substituir o vocábulo crédito que encerra com a mais absoluta precisão o sentido e o alcance do objeto ao qual se pretende emprestar o nome recebível.

<sup>28</sup> Falta de pagamento.

<sup>29</sup> O mercado americano define os títulos lastreados em hipotecas como *MBS* . *Mortgage-backed securities*.

<sup>30</sup> Originadores são aquelas empresas que fazem a originação dos créditos, dos ativos a serem securitizados.

Henderson; Scott (1988) reforçam esta idéia, citando que são várias as vantagens que uma operação de securitização traz aos originadores e, dentre elas, a mais importante é a possibilidade de captação de recursos a custos mais baixos do que essas empresas teriam se captassem recursos via meios tradicionais de empréstimo.

Conforme apresentado, as vantagens da securitização são inúmeras, sendo que alguns dos motivos acima expostos revelam a importância e o grau de penetração que essas operações possuem hoje no panorama financeiro mundial.

#### **4.1.6 A estrutura da operação de securitização**

Para a estruturação dessa operação é necessário que haja venda dos recebíveis, de boa qualidade, para uma entidade neutra, Sociedade de Propósito Específico - SPC (*Special Purpose Co.*), que os usa como lastro para a emissão de títulos, sendo que o tomador desses títulos não fica exposto ao risco do gerador do seu lastro.

A SPC, instituição não financeira constituída sob a forma de sociedade por ações, é uma empresa independente criada especialmente para operação de securitização; sua administração é exercida pela empresa originadora da operação e controlada pelo *trustee*<sup>31</sup> e pelo auditor contratado. A SPC emite relatórios diários de seu fluxo de caixa e balanços mensais. A vantagem da SPC é que seu ativo é composto unicamente pelos recebíveis da operação de securitização e seu único passivo é composto pelos títulos de crédito emitidos e lastreados pelos recebíveis, eliminando-se o risco de inadimplência do originador.

Outro fator importante é o histórico de inadimplência dos recebíveis utilizados, que irá permitir uma formação adequada de garantias, ou seja, quanto maior a taxa de perda do recebível maior será a exigência de proporcionalidade entre recebíveis/títulos emitidos.

A operação de securitização apresenta vantagens tanto para as empresas emissoras como para o investidor conforme discriminação abaixo:

- a) Para as empresas emissoras:
  - Custo de captação reduzido dado o baixo risco da operação para os investidores;

---

<sup>31</sup> Instituição idônea, com tradição de prestação deste tipo de serviço. Seu papel é semelhante ao do agente fiduciário. A responsabilidade do *trustee* é controlar e administrar o fluxo de recebimento dos ativos e passivos da SPC.



- Aumento das fontes de financiamento para o emissor;
- Melhora nos índices financeiros da empresa, dado que o endividamento estará presente apenas nos balanços da SPC;
- *Disclosure*<sup>32</sup> das informações limitado aos ativos que serão securitizados. A empresa não precisa mostrar suas projeções de resultado, nem suas estratégias operacionais;
- Pagamento dos juros e do principal das debêntures emitidas são feitos através do *cash flow*<sup>33</sup> dos recebimentos dos ativos - lastro da operação;
- SPC é isolada do grupo comercial e tem seu fluxo de caixa controlado pelo *trustee*, o que assegura o risco de crédito.

b) Para os investidores:

- Risco inerente à concordata ou falência da empresa originadora é zero, dado que os títulos recebíveis estão contabilizados e alocados na SPC, que é controlada pelo *trustee*, ficando, assim, limitado ao dos recebíveis e diluído em diversos títulos, em vez de estar concentrado em uma empresa;
- Lastro da operação é controlado diariamente por um *trustee* de primeira linha, e auditado por um auditor também de primeira linha;
- Títulos de alta liquidez;
- Taxas atraentes se considerarmos os riscos similares;
- Operação controlada e registrada na CVM, segundo as Leis nºs 6.385/76 e 6.404/76.

Em síntese, a securitização de recebíveis ocorre mediante a cessão, por parte de uma Instituição Financeira cedente, de determinados créditos (“Recebíveis”) que aquela detém para com terceiros (“Devedores”), oriundas de empréstimos, financiamentos e operações de arrendamento mercantil, para uma SPC que terá a função de converter esses recebíveis em lastro para emissão posterior de títulos e valores mobiliários a serem disponibilizados aos investidores.

---

<sup>32</sup> Medida impositiva dos órgãos oficiais reguladores dos mercados de capitais, que obriga a companhia à divulgação de todas as informações relevantes, boas ou más, que possam influenciar uma decisão de investimento naquela companhia. “BOVESPA – Dicionário de Finanças”.

<sup>33</sup> Fluxo de Caixa - Demonstração de entradas e saídas de recursos do caixa de uma empresa, repartição pública ou governo. “BOVESPA – Dicionário de Finanças”.

Uma vez adquiridos os títulos pelos investidores, os recursos serão disponibilizados a SPC e serão repassados à Instituição Financeira cedente, com o intuito de liquidar a operação de cessão ocorrida na etapa anterior.

Por fim, liquidada a cessão dos recebíveis junto à Instituição Financeira cedente, a SPC passa a ser a legítima credora dos valores devidos pelos devedores, que pagarão diretamente a SPC, os valores das prestações relativas aos empréstimos, financiamentos e operações de arrendamento mercantil, anteriormente contratadas. Os montantes recebidos pela SPC serão transferidos aos investidores, na proporção dos valores mobiliários subscritos.

#### **4.1.7 Atributos que viabilizam a securitização**

Para que o processo de securitização se desenvolva é fundamental que alguns atributos funcionem perfeitamente. Neste caso, é necessário que os títulos securitizados possuam facilidade de comercialização, atratividade para o mercado, valor de face adequado à capacidade do investidor, um ambiente regulatório propício e um ambiente macroeconômico atrativo que permita aos investidores uma remuneração positiva, real e compatível com seu nível de risco.

## **4.2 ALGUMAS OPÇÕES QUE UTILIZAM A TECNOLOGIA DA SECURITIZAÇÃO**

Atualmente no Brasil, as empresas possuem algumas alternativas para captação de recursos utilizando o mecanismo financeiro da securitização de recebíveis, entre elas estão os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – Fundo de Recebíveis, que foram criados com o objetivo de dar liquidez ao mercado de crédito, reduzindo o risco e ampliando a oferta de recursos. Com eles as empresas passaram a ter uma opção de financiamento alternativa, seja ao sistema bancário, seja ao mercado de capitais, e os bancos passaram a ter a possibilidade de vender seus créditos para fundos de recebíveis

especialmente criados para esse fim, abrindo espaço em sua carteira para novas operações de crédito.

Outra opção é o Fundo de Investimento Imobiliário – FII, que difere dos anteriores pelo fato de possuir carteiras fechadas, lastreadas em empreendimentos imobiliários, não existindo resgate de cotas, sendo necessária à comercialização dessas cotas para que possam se transformar em dinheiro antes do prazo previsto.

Existem ainda os Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, assim denominados por serem títulos de crédito lastreados em créditos imobiliários, que por sua vez são garantidos por imóveis e constituem promessa de pagamento em dinheiro. Esta garantia real faz com que a aplicação em CRI seja uma operação segura e ao mesmo tempo atrativa em seu rendimento. Na medida que o investidor adquire um CRI, ele está adquirindo o fluxo de recebimentos que o crédito, ou conjunto de créditos, gerará, com o rendimento e atualização monetária, que nos últimos doze meses, vem se mostrando superior aos índices obtidos pelas aplicações financeiras tradicionais, mesmo estas não apresentando garantias reais.

#### **4.2.1 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC (Fundo de Recebíveis)**

Inicialmente Os FIDC's foram regulamentados pela Resolução 2.907, de 29/11/01 do Banco Central e pela Instrução 356 da CVM<sup>34</sup> de 17/12/01, com a denominação oficial de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, que autorizaram a sua constituição e regulamentaram não só o seu funcionamento, mas, também, o dos Fundos de Investimento em Cotas de FIDC – FICFIDC.

Após uma experiência inicial e com intuito de adaptar os FIDC's às necessidades do mercado, a CVM consolidou a Instrução anteriormente mencionada com a Instrução CVM 393 de 22/07/2003, editada pela Instrução CVM 399 de 21/11/03, estabelecendo a criação dos FIDC no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social - PIPS, conhecidos como FIDC – PIPS, nos termos da Lei 10.735, de 11/01/03.

---

<sup>34</sup> CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

Oficialmente, conforme legislação desses Fundos, são considerados como direitos creditórios (recebíveis de crédito):

- Os direitos e títulos representativos de direitos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços;
- Os *warrants*<sup>35</sup> e contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como os títulos ou certificados representativos desses contratos, desde que com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora observada, nesse último caso, a regulamentação específica da SUSEP<sup>36</sup>; e;
- Os direitos e títulos representativos de créditos de natureza diversa, assim reconhecidos pela CVM.

Os FIDC's representam um condomínio de recursos que destina parcela preponderante do respectivo Patrimônio Líquido – aquela superior a 50% do Patrimônio Líquido -, para a aplicação em direitos creditórios, e os FICFIDC, um condomínio de recursos que destina, no mínimo, 95% do respectivo Patrimônio Líquido para a aplicação em cotas de FIDC.

Os FIDC's podem ser constituídos de forma *aberta* ou *fechados*. Serão considerados como FIDC's *abertos* quando possibilitam aos condôminos o resgate das cotas em conformidade com o disposto no regulamento do fundo, ou de forma *fechada* quando as cotas somente puderem ser resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou de cada série ou classe de cotas, em conformidade com o regulamento, ou, então, em virtude de sua liquidação, admitindo-se, ainda, a amortização de cotas por disposição do regulamento ou por decisão da assembléia geral de cotistas. No caso dos fundos fechados, as cotas podem ser negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

Os cotistas dos Fundos de Recebíveis deverão ser caracterizados como investidores qualificados, conforme definição da CVM, ou seja, investidores institucionais, pessoas jurídicas com patrimônio acima de R\$ 5 milhões ou pessoas físicas com aplicações acima de R\$ 300 mil.

---

<sup>35</sup> Título que dá ao portador a opção (chamada de não-padronizada) de comprar ações de companhias abertas, debêntures simples ou conversíveis em ações de emissão de companhias abertas, oriundas de distribuições públicas registradas na CVM, e notas promissórias registradas para distribuição pública.

<sup>36</sup> SUSEP - Superintendência de Seguros Privados.

Esses fundos podem ser administrados por banco múltiplo, banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, banco de investimento, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários.

As cotas desses fundos estão classificadas em dois tipos, conforme discriminação abaixo, que funcionam como um reforço de garantias para o investidor:

- Cota de classe sênior: aquela que não se subordina às demais para efeito de amortização e resgate e que pode ser subdividida em séries, que são subconjuntos de cotas da classe sênior dos fundos fechados, diferenciados exclusivamente por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração, quando houver;
- Cota de classe subordinada: aquela que se subordina à cota sênior ou a outras cotas subordinadas, para efeito de amortização e resgate.

Cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País e terá valor mínimo para realização de aplicações de R\$ 25 mil.

As empresas ou instituições que cedem os recebíveis de crédito que constituem os fundos devem subscrever parte das cotas subordinadas, o que significa que só receberão o rendimento da aplicação depois que os cotistas seniors, que são os verdadeiros investidores principais do fundo, o receberam.

Conforme resume Fortuna (2005, p.494),

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

O nível de garantias colaterais acopladas ao fundo bem como a qualidade dos recebíveis de crédito que o compõe, determinarão a proporção entre as duas classes de cotas a serem emitidas.

Com relação às cotas subordinadas, a legislação admite, conforme regulamento do fundo, que a aplicação, a amortização e o resgate das cotas possam ser efetuadas em direitos creditórios. Já as cotas seniores somente poderão ser resgatadas na forma de direitos creditórios, nos termos do regulamento do fundo de recebíveis, exclusivamente nas hipóteses de liquidação antecipada do fundo.

Conforme determina a regulamentação dos FIDC, esses fundos deverão manter um percentual mínimo de 50% de seu patrimônio líquido aplicado em direitos creditórios, depois de transcorridos 90 dias do início de suas atividades. O valor remanescente deverá ser aplicado em títulos de emissão do Tesouro Nacional, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, 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 FDS.

Com o intuito de facilitar a liquidez do fundo e/ou aumentar a rentabilidade de suas cotas, a regulamentação permite ainda que o fundo possa realizar operações compromissadas e operações em mercados de *derivativos*<sup>37</sup>, desde que este último seja com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas, respeitando-se as seguintes condições:

- As operações podem ser realizadas tanto em mercados administrados por bolsas de mercadorias e de futuros, quanto no mercado de balcão, exigindo-se que, neste último caso, elas estejam devidamente registradas em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central; e;
- Nas operações devem ser consideradas, para efeito de cálculo do patrimônio líquido do fundo, as despesas efetivamente realizadas, tanto para a prestação de margens de garantia em espécie como para os ajustes diários das posições ou como prêmios e custo operacionais, decorrentes da manutenção de posições em mercados organizados de derivativos, inclusive os valores líquidos das operações.

Ainda, com o intuito de garantir a segurança dos cotistas, respeitando também as boas práticas de governança corporativa<sup>38</sup> e de transparência das informações, a custódia

---

<sup>37</sup> Ativos financeiros ou valores mobiliários cujo valor e características de negociação derivam do ativo que lhe serve de referência, ou em outras palavras, operação do mercado financeiro em que o valor das transações deriva do comportamento futuro de outros mercados, como o de ações, câmbio ou juros. Principais tipos de derivativos: futuros, opções e *swaps*. “BOVESPA – Dicionário de Finanças”.

<sup>38</sup> Práticas e relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital. Estas práticas abrangem os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais. A governança corporativa proporciona aos proprietários (acionistas ou cotistas) a gestão estratégica de sua empresa e a monitoração efetiva da administração. As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal. A empresa que opta pelas práticas de governança corporativa adota como linhas mestras a transparência, a prestação de contas a equidade. No Brasil, os conselheiros profissionais e independentes começaram a surgir tanto como consequência do crescimento da necessidade das médias empresas se profissionalizarem rapidamente, tendo em vista o

dos direitos creditórios e demais ativos integrantes do fundo obedecerá aos seguintes procedimentos:

- Conta de depósito diretamente em nome do fundo;
- Contas específicas abertas no Selic; e;
- Sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central ou em instituições ou entidades autorizadas à prestação desses serviços pelo Banco Central ou pela CVM, à exceção das aplicações do fundo em cotas de fundos de investimento, e de fundos de investimento em cotas de fundos.

Para evitar a concentração excessiva de aquisições de direitos creditórios e outras aplicações do fundo colocando em risco a sua solvência e liquidez, foi estabelecido limites pela legislação do fundo, conforme discriminado abaixo:

- 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 o controle comum, bem como de um mesmo estado, município, fundo de investimento ou pessoa física, não pode exceder a 10% do patrimônio líquido do fundo; e;
- O total de emissão e/ou coobrigação de uma mesma instituição financeira, de seu controlador, de sociedade por ele, direta ou indiretamente, controlada e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum, não pode ser superior ao máximo de 20% do patrimônio líquido do fundo.

No caso de existir uma autorização expressa no próprio regulamento do fundo, objeto de política de investimento específica, devidamente transcrito em destaque no prospecto respectivo, é possível extrapolar os limites citados anteriormente. O acompanhamento dos percentuais permitidos para aplicação é feito diariamente com base no patrimônio líquido do fundo no dia útil imediatamente anterior.

A criação de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios – FICFIDC, também foi permitida na mesma regulamentação, na forma de condomínio de recursos que destine, no mínimo, 95% do seu respectivo patrimônio líquido para a aplicação em cotas de FIDC. Os restantes 5% poderão ser aplicados em títulos de emissão do Tesouro Nacional e créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos de renda fixa de emissão ou aceite de instituições financeiras, e, operações compromissadas.

Da mesma forma que nos FIDC, como medida de segurança contra os riscos de concentração, as aplicações em cotas de FICFIDC não podem exceder a 25% de seu patrimônio líquido, com a possibilidade de extrapolação desse limite, caso seja previsto no regulamento do fundo e obrigatoriamente explicita tal disposição com destaque no prospecto do fundo a ser entregue ao cliente.

#### **4.2.1.1 FIDC da empresa Perdigão Agroindustrial S/A – uma fonte de financiamento de capital de giro**

A empresa Perdigão Agroindustrial S/A<sup>39</sup>, fundada em 1934 na cidade de Videira (antiga Vila das Perdizes), Meio-Oeste de Santa Catarina, contribui de forma significativa para o excelente desempenho das exportações brasileiras e, conseqüentemente, para o fortalecimento da imagem do Brasil no cenário internacional, exportando para mais de 100 países.

Com uma receita líquida da ordem de R\$ 4,9 bilhões em 2004 e um quadro funcional de aproximadamente 31,4 mil funcionários, a empresa atua na produção, no abate de aves e suínos e no processamento de produtos industrializados.

A Perdigão é uma empresa de Capital Aberto, controlada por um pool de fundos de pensão e possui uma gestão totalmente profissionalizada.

O foco comercial da empresa é a comercialização de proteína animal de origem suína e avícola, tanto *in-natura* quanto elaborados e processados. A empresa trabalha com matrizes vivas de animais como principal insumo e ainda sofre a sazonalidade tanto para o fornecimento de soja e milho, quanto para as vendas no mercado interno, bastante concentrado em datas como o natal e a páscoa.

O fato de a empresa trabalhar com matrizes vivas constitui o grande problema. Uma ave demora em média três meses para estar pronta para o abate, e no caso da matriz viva do suíno este prazo sobe para seis meses, o que gera uma defasagem considerável entre a produção, armazenamento do produto final, comercialização e o recebimento das vendas efetuadas.

---

Dicionário de Finanças”.

<sup>39</sup> Perdigão Agroindustrial S/A, informações disponíveis no site [www.perdigao.com.br](http://www.perdigao.com.br).



Outro desafio para a administração da empresa está na necessidade de aquisição de grande quantidade de soja, milho e farelo para serem transformados e ração animal, em razão da sazonalidade natural entre plantio e colheita desses produtos, obrigando a empresa a manter estoque para consumo futuro.

Assim, em setembro de 2003, a empresa optou pela constituição de um fundo de recebíveis para antecipação do seu fluxo de caixa, como forma de solucionar o problema da necessidade de capital de giro.

O fundo foi constituído sob a forma de condomínio fechado – sem resgate de cotas, por um prazo de 3 anos, podendo ser prorrogado por mais 3 anos, se aprovado por pelo menos 2/3 da totalidade dos cotistas em assembléia específica. O patrimônio do Fundo é composto por 800 cotas com valor unitário de R\$ 100 mil, das quais 640 são seniores e as demais, subordinadas. As cotas seniores são aquelas direcionadas aos investidores qualificados e que têm prioridade de amortização e resgate. Já as subordinadas são, comumente, direcionadas ao originador do recebível e se subordinam às cotas seniores para efeito de amortização e resgate.

O administrador do fundo de recebíveis da Perdigão é a Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários (DTVM) e o agente custodiante é o Banco Itaú. O vencimento deste FIDC é em 26 de junho de 2006 e a sua remuneração de referência é de 95% do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI). A emissão recebeu rating AA (bra) da Fitch Atlantic Ratings<sup>40</sup>.

#### **4.2.1.2 FIDC PIPS CAIXA BRASIL CONSTRUIR – Residencial Cidade de São Paulo<sup>41</sup>**

A partir da autorização da CVM para constituição dos FIDC – PIPS, a CAIXA ECONÔMICA FEDERAL em parceria com a Prefeitura da Cidade de São Paulo lançaram em dezembro de 2003 o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, dentro do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social, para captação de recursos para aquisição de direitos creditórios oriundos dos contratos de compra e venda e

---

<sup>40</sup> Informações obtidas no site [www.acionista.com.br/bovespa/bovespa\\_25\\_03\\_04.htm](http://www.acionista.com.br/bovespa/bovespa_25_03_04.htm).

<sup>41</sup> Informações disponíveis no site da UQBAR – empresa de conhecimento especializada em finanças avançadas, [www.uqbar.com.br/index.html](http://www.uqbar.com.br/index.html), na seção biblioteca/emissões.

financiamento das unidades residenciais e comerciais do Projeto Residencial Cidade de São Paulo. Este projeto prevê a construção de unidades residenciais e comerciais no bairro de Itaquera, município de São Paulo.

O empreendimento em questão é composto por 7 blocos de apartamentos de 12 pavimentos cada, além de áreas comerciais, verdes e institucionais. Cada bloco compreende 242 apartamentos de 2 ou 3 dormitórios com ou sem varanda, totalizando 1694 apartamentos. Os apartamentos terão seus preços variando de R\$ 42.478,94 a R\$ 71.377,54.

O Fundo é administrado pela CAIXA ECONÔMICA FEDERAL (“Administradora”), que exerce a propriedade fiduciária dos bens e direitos adquiridos com os seus recursos. O patrimônio do Fundo não se comunica com o patrimônio da Administradora e nem responde por qualquer obrigação sua, em hipótese alguma.

Os contratos referentes às unidades residenciais serão firmados entre os servidores públicos do município de São Paulo e a CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. As unidades comerciais terão como compradores pessoas físicas ou jurídicas aprovadas pela CAIXA.

Critérios de elegibilidade dos direitos creditórios a serem adquiridos pelo FUNDO:

I - devem ser oriundos dos contratos de compra e venda e financiamento de unidades do projeto RESIDENCIAL CIDADE SÃO PAULO, sendo que os contratos referentes às unidades residenciais serão firmados entre a Companhia Metropolitana de Habitação de São Paulo – COHAB, os servidores públicos do município de São Paulo e a CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. As unidades comerciais terão como compradores pessoas físicas ou jurídicas aprovadas pela CAIXA;

II - após a conclusão da obra e a entrega das chaves, o pagamento das prestações decorrentes dos contratos de compra e venda e financiamento das unidades residenciais será efetuado por meio de averbação em folha de pagamento ou, em caso de impossibilidade desta averbação, através dos instrumentos disponibilizados pela CAIXA;

III - para os imóveis comerciais o pagamento das prestações será efetuado pelos instrumentos disponibilizados pela CAIXA, de acordo com o contrato de compra e venda e financiamento firmado entre as partes;

IV - os mutuários serão submetidos à análise de risco de crédito, pelos critérios adotados pela CAIXA ECONÔMICA FEDERAL, para concessão dos financiamentos;

V - os contratos de compra e venda e financiamento de pessoas físicas contarão com seguro de vida para os mutuários do financiamento, nos moldes definidos pela CAIXA ECONÔMICA FEDERAL;

VI - os direitos creditórios obrigatoriamente deverão ser oriundos do programa de Incentivo a Implementação de Projetos de Interesse Social amparados pela Lei nº 10.735 de 11/09/2003.

Características dos direitos creditórios:

I - serão gerados a partir da celebração dos contratos de compra e venda e financiamento dos imóveis do Projeto RESIDENCIAL CIDADE SÃO PAULO, firmados entre a Companhia Metropolitana de Habitação de São Paulo - COHAB, a CAIXA ECONÔMICA FEDERAL e os mutuários que adquirirem as unidades residenciais e comerciais;

II - os financiamentos terão prazo de até 240 meses e serão concedidos de acordo com os parâmetros de crédito utilizados pela CAIXA, na modalidade do Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI e, para o cálculo das prestações, será utilizada a Tabela Price, conforme detalhado nos contratos firmados com os mutuários;

III - terão taxas de juros diferenciadas de acordo com o tipo do imóvel e terão como indexador o Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, nos termos dos contratos de compra e venda e financiamento assinados com os mutuários;

IV - durante o período de construção, os eventuais rendimentos mensais decorrentes da aplicação financeira do montante emprestado pela CAIXA ao mutuário, depois de deduzido o valor necessário para construção, conforme andamento da obra, serão utilizados para pagamento das prestações ou parte delas gerando fluxo financeiro para o FUNDO e, conseqüentemente, distribuição de parte do valor aplicado aos cotistas;

V - após a conclusão da obra e entrega das chaves, o pagamento das prestações do financiamento será efetuado por meio de averbação em folha de pagamento ou, em caso de impossibilidade desta averbação, através dos instrumentos disponibilizados pela CAIXA, conforme previsto no Regulamento do Fundo;

VI - o mutuário, respeitando-se os parâmetros legais e dispositivos contratuais, pode amortizar no todo ou em parte o seu financiamento;

VII - os contratos concedidos para os imóveis comerciais poderão ter condições de financiamento diferenciadas.

O Fundo obteve classificação de “Baixo Risco de Crédito”, Rating “A”, atribuído pela Austin Rating.

Serão emitidas 35.000 (trinta e cinco mil) Cotas, somando o total de R\$ 105.000.000,00 (cento e cinco milhões de reais), na Data de Emissão. A CAIXA fará a distribuição das Cotas no mercado de balcão, sem custo para o Fundo, por meio de suas

agências localizadas em todo o território nacional. O preço de subscrição das Cotas será inicialmente de R\$ 3.000,00 (três mil reais) por Cota, na Data de Emissão, integralizado à vista no ato da subscrição, em moeda corrente nacional. O lote mínimo admitido para o ingresso no Fundo é de 1(uma) Cota, no valor inicial de R\$ 3.000,00 (três mil reais). A distribuição das cotas iniciou-se em 01/04/2004.

O FUNDO pode manter seu patrimônio aplicado em:

- I - no mínimo 95% (cinquenta por cento) em direitos creditórios e;
- II - até 5% (cinquenta por cento) em títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil, em operações finais ou compromissadas.

Não serão admitidas aplicações em outros tipos de ativos que coloquem em risco o Patrimônio Líquido do FUNDO.

Conforme demonstrativo trimestral, o patrimônio líquido do fundo alcançou o valor de R\$ 66.905.656,62 com 21.522 cotas emitidas em 30/06/2004. A cota, cujo valor inicial de lançamento em 01/04/2004 era de R\$ 3.000,00, teve uma rentabilidade no período de 3,6236%, alcançando em 30/06/2004 o valor de R\$ 3.108,71.

Nesse caso convém ressaltar o alcance social do projeto. A construção desse empreendimento com o auxílio do mecanismo da securitização de recebíveis gerará milhares de empregos diretos e indiretos além de proporcionar a aquisição da casa própria para mais de 1.600 famílias.

#### **4.2.2 Fundo de Investimento Imobiliário – FII**

O Fundo de Investimento Imobiliário – FII, regulamentado pela Lei 8.668 de 25/06/93 e Instruções CVM n°s 205 e 206, determina que cada imóvel deverá ser dividido em um determinado número de cotas não resgatáveis (sistema de condomínio fechado) com a integralização podendo ocorrer à vista ou a prazo. Este fundo, por ser fechado, só inicia o seu funcionamento quando todas as suas cotas tiverem sido comercializadas. Os interessados em ingressar no fundo após a comercialização das cotas no mercado primário terão que adquiri-las em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, mercado este responsável pelas ofertas das cotas de quem deseja vender sua participação no fundo. Dependendo do regulamento, o prazo de duração do fundo poderá ser determinado ou não. O fundo poderá ser composto de imóveis comerciais, imóveis em construção prontos, mas

não vendidos, ou usados. Existe uma grande variedade de opções. Poderá ser negociada ainda a participação na construção e operação de hospitais, aeroportos, postos de gasolina ou *shopping centers*.

A aplicação direta nesses fundos por investidores estrangeiros, em condições especiais, está regulamentada na Resolução 2.248 datada de 08/02/96.

Conforme regulamentação específica do fundo, a administração só poderá ser exercida por banco múltiplo com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, banco de investimento, sociedade de crédito imobiliário, corretora de valores mobiliários, distribuidora de valores mobiliários ou a Caixa Econômica Federal.

O que difere este fundo dos demais, como já citado anteriormente, é o fato de possuir carteiras fechadas, lastreadas em empreendimentos imobiliários, não existindo resgate de cotas sendo necessária à comercialização dessas cotas para que possam se transformar em dinheiro antes do prazo.

Outro aspecto de relevada importância é a participação da bolsa na assessoria aos administradores desses fundos no processo de registro da carteira, realização da custódia e difusão dos negócios na medida que são aproveitados os meios de comunicação já utilizados pelas bolsas, reduzindo significativamente os custos.

A colocação primária das cotas no mercado através de leilões também poderá ser efetuada pela bolsa, da mesma forma que os mecanismos utilizados pelas debêntures.

Conforme esclarece Fortuna (2005, p.501),

esses fundos pretendem ser um agente formador de poupança estável e de longo prazo. Os recursos captados são utilizados para fins imobiliários, dando liquidez e diluindo riscos do mercado imobiliário, ao mesmo tempo em que ajudam a reduzir o preço final da obra, graças à administração de recursos em escala.

Pelo lado do investidor, trata-se de uma aplicação que tem a segurança de um imóvel aliada à liquidez de um título mobiliário. Porém, convém ressaltar ainda que, o cotista não é proprietário dos imóveis adquiridos com os recursos do fundo.

O que caracteriza a valorização das cotas desses fundos é a valorização do imóvel que os lastreia, ou, se for o caso, um índice de preços associado ao fundo. Existe ainda a possibilidade de distribuição de dividendos, caso o imóvel vinculado esteja alugado, ou ainda qualquer outra remuneração que seja idealizada quando da constituição do fundo.

Por exigência de regulamentação, no mínimo 75% do patrimônio do fundo deve estar vinculado a empreendimentos imobiliários. Os outros 25% poderão estar,

temporariamente, isolada ou cumulativamente, aplicados em caixa, cotas de FIF ou títulos de renda fixa, sendo vedada a aplicação em mercados futuros e de opções.

As Leis 8.668 de 25/06/93 e 9.779 de 19/01/99 criaram, alteraram e consolidaram as regras fiscais que norteiam os Fundos de Investimento Imobiliários – FII.

Ainda, conforme Instrução Normativa da Secretaria da Receita Federal de nº 25, datada de 06/03/01, os FII devem distribuir, no mínimo, 95% dos lucros auferidos aos seus cotistas, apurados segundo o regime de caixa, baseado nos balanços e/ou balancetes semestrais encerrados em 30/06 e 31/12 de cada ano. Os lucros distribuídos estão sujeitos à alíquota de 20% do imposto de renda na fonte.

#### **4.2.2.1 FII Almirante Barroso – um caso de sucesso**

Em 19/11/03 a Caixa Econômica Federal lançou no mercado um FII constituído pelo tradicional Edifício Almirante Barroso, situado na Av. Rio Branco, 174, Centro do Rio de Janeiro. O prédio, avaliado em R\$ 100 milhões, foi vendido ao FII e alugado pela própria Caixa por um período de 10 (dez) anos, renovável pelo mesmo período.

Tendo em vista o alto valor de mercado do imóvel, localizado no centro financeiro do Rio de Janeiro, a criação do fundo imobiliário veio atender as necessidades da empresa de captação de recursos que servirão de funding para novos financiamentos imobiliários além de oferecer uma excelente opção de investimento no mercado financeiro com garantia real.

Conforme já mencionado anteriormente, neste caso, os cotistas terão uma rentabilidade paga pela locatária do fundo. Foram emitidas e oferecidas ao mercado, em oferta pública, 104 mil cotas. Cada cota teve o valor de R\$ 1 mil, que foi o valor da aplicação mínima por CPF/CNPJ, e a aplicação máxima foi de R\$ 1 milhão por CPF/CNPJ.

De acordo com Belleza (2005)<sup>42</sup>,

a liquidez potencial é enorme, pois não houve um dia de pregão sem que uma operação do Almirante Barroso não fosse fechada na Bovespa.

---

<sup>42</sup> Sérgio Belleza Filho, consultor empresarial que estruturou o primeiro fundo imobiliário do País em 1993, em entrevista concedida ao periódico *Gazeta Invest* em março de 2005.

Posteriormente, o cliente acompanha os seus rendimentos através de extratos mensais enviados pela Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC. A receita bruta do fundo será constituída pelo aluguel mensal do imóvel que será deduzida dos custos de publicações, auditoria, CBLC, SOMA/Bovespa e despesas extraordinárias do imóvel não pagáveis pelo locatário, além de 5% para constituição de um fundo de reserva.

Os rendimentos proporcionais à quantidade de cotas adquiridas serão creditados mensalmente aos cotistas em conta corrente na Caixa Econômica Federal, descontado o Imposto de Renda à alíquota de 20% sobre os rendimentos distribuídos.

Após o encerramento da oferta pública, o cliente poderá vender ou comprar cotas desse fundo no mercado secundário através da SOMA. Não há prazo de carência para permanência no FII.

#### **4.2.3 Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI**

O CRI é um título de investimento de livre negociação, destinando-se a pessoas físicas e jurídicas que tenham interesse em aplicar seus investimentos com a garantia imobiliária e a rentabilidade de operações financeiras. A aplicação tem um valor mínimo de R\$ 300 mil. A emissão deste título é de exclusividade das Companhias Securitizadoras.

O investimento em CRI está regulamentado pela Lei 9.514 de 20/11/77 e as questões relativas ao regime tributário do patrimônio de afetação, a alienação fiduciária e o código civil e o pagamento do incontroverso pela Lei 10.931 de 02/08/04.

Os CRIs diferem basicamente em função do tipo de lastro (recebíveis) que garante o fluxo de pagamentos. Podem ser classificados como:

- RENDA (aluguel); ou
- VENDA

Podem ser classificados ainda como CORPORATIVOS ou PULVERIZADOS e, ainda, COMERCIAL ou RESIDENCIAL.

Um exemplo de CRI classificado como RENDA/PULVERIZADO/COMERCIAL são aqueles vinculados a locação de *shopping centers*. Já um CRI do tipo VENDA/PULVERIZADO/RESIDENCIAL está vinculado a comercialização de unidades habitacionais isoladas.

Como características gerais dos CRIs, destacamos:

- Título com lastro imobiliário (garantia real);
- Título de médio e longo prazo;
- Homogeneidade nos fluxos, com pagamentos periódicos;
- Fluxo previamente conhecido;
- Pagamento corrigido, mensal ou anualmente, por índice de preços, de acordo com as características do lastro;
- Rentabilidade acima dos títulos governamentais equivalentes, apesar de nível de risco equivalente (*rating* similar);
- A estrutura financeira e patrimonial da operação de emissão do CRI é segregada do Originador e da Securitizadora;
- Mitigação dos riscos via pulverização das fontes de pagamentos e análise prévia de inadimplência;
- Existência de garantias secundárias de performance do crédito (colateral, subordinação, seguro de crédito e fundo de liquidez);
- Existência de seguro de vida do devedor e de danos físicos do imóvel, protegendo o investidor;
- Sistema de cobrança padronizado e independente do originador;
- Participação de agentes independentes na estruturação da operação de securitização.

A emissão de CRI contempla os seguintes modelos de operação:

- Aquisição de Recebíveis de Imóveis Prontos (Performados);
  - Recebíveis submetidos a critérios de elegibilidade (análise do promitente comprador, análise das características do recebível imobiliário, análise do histórico de pagamentos, legalização do empreendimento, etc.);
  - Recebíveis formalizados através de escritura definitiva com alienação fiduciária;
  - Compra definitiva (sem coobrigação);
  - Valor mínimo da operação de R\$ 200 mil.
- Aquisição de Recebíveis de Imóveis em Construção (Não Performados);
  - Aquisição dos recebíveis pós-chaves com antecipação de até 50% do preço de compra;
  - Liberação de recursos em função do cronograma físico-financeiro e de medição mensal da obra;



- Recebíveis submetidos a critérios de elegibilidade;
- Operação constituída através de SPE ou do patrimônio de afetação do empreendimento;
- Caução de recebíveis da fase de obras;
- Pagamento do restante do preço de aquisição quando da assinatura das escrituras definitivas.

Em síntese, a captação de recursos via emissão de CRI é bastante atrativa para seus originadores, pois se trata de uma operação que:

- Constitui uma alternativa de *funding* ágil e menos burocrática;
- Não é uma linha de financiamento e sim de venda de ativo sem coobrigação;
- Custo final efetivo para o incorporador é menor que o das demais alternativas de *funding* disponíveis no mercado;
- Acessível a empresas de pequeno, médio e grande porte;
- Viável para qualquer volume de operação;
- Melhora o preço das unidades e alavanca as vendas;
- Otimiza os resultados da incorporação;
- Permite ao empresário manter o foco na atividade de incorporação;

#### **4.3 NOTAS SOBRE O MERCADO DE SECURITIZAÇÃO NO BRASIL**

O ano de 2004 marcou a consolidação do mercado brasileiro de securitização. Com crescimento de 123% em relação a 2003, os títulos emitidos atingiram R\$ 3,71 bilhões de acordo com levantamento feito pela Uqbar Educação, Informação e Tecnologia Financeira Avançada. Desse total, R\$ 3,29 bilhões foram de captações, representando crescimento de 140% em 2004.

Em 2004, foram realizadas 50 operações, sendo 29 delas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC). Os administradores FIDC — Cruzeiro do Sul DTVM, Pactual Asset Management, Oliveira Trust DTVM e Concórdia Corretora — concentraram mais da metade dos FIDC registrados na CVM no ano passado. Em 2003 foram 23 negócios, totalizando R\$ 1,663 bilhão e em 2002, R\$ 87 milhões. Somente no segundo semestre do ano passado foram emitidos R\$ 2,39 bilhões em títulos securitizados,

volume 81% maior que o registrado no semestre anterior (R\$ 1,32 bilhão). Com relação ao mesmo período do ano anterior, as emissões cresceram 62%, contra os R\$ 1,48 bilhão do segundo semestre de 2003.

A BOVESPA deu início à negociação do primeiro Fundo de Recebíveis em janeiro de 2004 e atualmente possui 25 fundos registrados em seus mercados, num total de 34 séries e classes diferentes listadas. Com base no valor das cotas na data da emissão, o volume total registrado se aproxima de R\$ 4 bilhões. Em 2004, o mercado secundário de cotas FIDC movimentou R\$ 421 milhões, com a realização de 132 negócios. Em 2005, apenas nos três primeiros meses do ano, o volume negociado já atinge R\$ 365 milhões, com 72 negócios realizados. Se compararmos as médias mensais dos anos de 2004 e 2005, podemos verificar um crescimento de 247% no volume negociado e de 118% no número de negócios.

Segundo o sócio diretor da Uqbar<sup>43</sup>, Chuck Spragins, esse crescimento no final do ano de 2004 mostra que a expansão deve se manter em 2005. “Há sinais de forte crescimento porque mercado está percebendo os benefícios da securitização como alternativa de financiamento”, acredita. Ele explica que essas operações oferecem crédito mais barato para o captador e ao mesmo tempo remuneração superior para os investidores. Os títulos emitidos no ano englobam sete categorias, com destaque para recebíveis comerciais, com 34% (créditos a receber pertencentes a empresas), e créditos em consignação, com 29% (créditos representando financiamentos a pessoas físicas com desconto em folha de pagamentos). O estudo abrange todas as operações cujos ativos lastros são carteiras de risco de crédito pulverizado relativos às operações registradas, operações realizadas e recursos captados. Recebíveis comerciais, ou créditos a receber pertencentes a empresas, lideraram o setor.

#### **4.3.1 Perspectivas de crescimento dos investimentos imobiliários**

Segundo a BOVESPA (2005), o mercado de securitização no setor imobiliário é bastante promissor. Os investimentos imobiliários diretos sempre estiveram entre os mais

---

<sup>43</sup> Uqbar – empresa de conhecimento especializada em finanças avançadas, com foco na tecnologia de securitização. Site [www.uqbar.com.br](http://www.uqbar.com.br). Acesso em junho de 2005.

apreciados no País, pois os imóveis ainda são considerados uma das melhores reservas de valor. No entanto, até o momento, os investimentos imobiliários estruturados – como os fundos de investimento imobiliários (FII) e os certificados de recebíveis imobiliários (CRI) – ainda não acompanharam o mesmo interesse do investidor, em função da alta taxa de juros praticada no país nos últimos anos.

Porém, o investimento imobiliário estruturado está sendo apontado pelos gestores de fundos de pensão como uma alternativa de longo prazo bastante interessante para atender as metas atuariais em um cenário futuro de queda de juros. Além disso, o mercado secundário de cotas de fundos imobiliários ganha liquidez, o que pode atrair investidores.

Sobre este assunto, argumenta Pinheiro (2005)<sup>44</sup>:

Os fundos de investimento imobiliário ainda não deslancharam, mas é um setor que vai andar, pois representa uma alternativa viável e indicada para os fundos de pensão começarem a reverter a enorme concentração que têm em títulos da dívida pública. Os juros não vão permanecer altos para sempre e o investimento imobiliário estruturado, assim como o investimento em produção real, deve ser uma opção para manter os rendimentos definidos nas metas atuariais dos fundos.

Ainda com relação às boas perspectivas de crescimento dos investimentos em fundos imobiliários, assegura Belleza (2005):

Apesar de todos os problemas por que passaram desde a sua criação no início da década de 1990, os fundos imobiliários têm muito potencial e o mercado está ganhando muita liquidez com a entrada dos grandes bancos estatais.

Para comprovar o comentário anterior, em 2005, o Banco do Brasil lançou o FII Progressivo; já a Caixa Econômica Federal lançou em 2003 o Almirante Barroso, conforme descrito anteriormente. Em ambos os casos, os próprios bancos alugam os imóveis pertencentes ao fundo. Em 2004 a Caixa iniciou também a comercialização de cotas de um fundo de outro administrador - o Torre Almirante.

No entanto, alerta Belleza (2005) que o fato da entrada dos bancos estatais neste mercado ser muito importante por criar uma cultura de investimentos, não garante por si só um crescimento desse mercado:

---

<sup>44</sup> Wagner Pinheiro, presidente da PETROS – Fundo de Pensão dos Funcionários da Petrobrás, em entrevista concedida ao periódico *Gazeta Invest* de março de 2005.

Além da queda de juros, é necessário também vontade política para o setor deslanchar, pois a questão da tributação e da classificação atrapalha muito. A legislação do setor é a mais antiga do mercado, foi publicada em 1994.

#### 4.3.2 Algumas alterações necessárias de âmbito regulatório

Os FII não sofreram alteração na tributação do setor de fundos de investimento, mantendo-se a alíquota de 20% de Imposto de Renda sobre a rentabilidade. Nesse caso, falta uma classificação clara para os FII. Eles não são fundos de renda fixa já que há riscos nas operações, mas também não recebem o tratamento de renda variável, como a redução de tributação para 15%, nem mesmo o estímulo fiscal para o investimento de pessoas físicas, como no caso dos Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, que possuem isenção total do IR.

Os CRIs, outra alternativa para os investimentos estruturados, estão sendo bem vistos pelos fundos de pensão. Da mesma forma que os fundos imobiliários, esses títulos são lastreados em imóveis, mas se constituem em investimentos de renda fixa. Atualmente, os investidores institucionais representam a maior fatia deste mercado, porém, afirma Lewandowski (2005)<sup>45</sup>,

o investimento de pessoas físicas deve aumentar, principalmente com a nova legislação que está sendo discutida na CVM, que pulveriza os títulos e baixa o valor do investimento mínimo.

É consenso dos executivos que trabalham com o mercado de securitização, que a possibilidade de emissões de CRIs com valor unitário abaixo dos R\$ 300 mil, aliado a concessão de benefícios fiscais para as securitizadoras, é fundamental para dar liquidez ao mercado e atrair o investidor pessoa física.

A BOVESPA (2005) acaba de adotar o “custo zero” para a criação de novos FIDCs e, segundo a superintendente de Relações com Empresas, Maria Helena Santana, a isenção de custos para a listagem e manutenção de fundos de recebíveis na BOVESPA é apenas a primeira de uma série de medidas que serão adotadas para estimular o segmento. “Os

---

<sup>45</sup> Luciano Lewandowski, diretor da ALTERE, maior emissora de CRIs do mercado.

FIDCs são um instrumento ainda pouco familiar para as empresas e investidores, e por isso, temos por objetivo ajudar o seu desenvolvimento”, explica<sup>46</sup>.

No início, os FIDCs estavam atrelados ao mercado imobiliário, mas surgem recebíveis de outros setores, como o petroquímico, alimentício e educacional. Segundo Mazzaro (2005)<sup>47</sup>, “esses fundos se destinam mais a investidores qualificados, como os institucionais”. Por serem novidade, os fundos de recebíveis ainda oferecem elevada rentabilidade e baixo risco. O pouco conhecimento a respeito desse investimento e o reduzido número de investidores que já experimentaram o produto o tornam mal arbitrado. É um caso raro de inversão de um princípio básico da economia, já que os FIDCs estão oferecendo maior renda com menor risco.

Algumas alterações recentes surgidas na legislação têm como objetivo possibilitar o investidor pessoa física a participar do mercado de securitização. A primeira delas é a mais simples e acessível: através de um clube de investimento. Com a edição da Resolução 303/2005, a BOVESPA autorizou que os clubes invistam até 49% de seus recursos em fundos de investimento em direitos creditórios e certificados de recebíveis imobiliários. Para isso, basta que o Estatuto Social do clube admita essa possibilidade.

Os clubes são instrumentos exclusivamente para pessoas físicas, normalmente aceitando a aplicação de pequenas quantias, servindo como mecanismo para que o investidor participe de uma carteira de adequada diversificação, aproveitando diferentes oportunidades sem aplicar uma fortuna.

Outra possibilidade de investimento em securitização por parte de pessoa física surgiu com a Instrução 409 da CVM ao admitir a aquisição de cotas de fundos de recebíveis pelos fundos de renda fixa e pelos fundos multimercados, até o limite de 10% do patrimônio líquido. A norma exige previsão expressa no regulamento e no prospecto do fundo da admissibilidade de investir em FIDCs.

---

<sup>46</sup> BOVESPA FIX – Notícias. Site da BOVESPA – [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br).

<sup>47</sup> MAZZARO, M. *Revista Bovespa: As corretoras oferecem novas opções de aplicação*. Jan./Mar. 2005.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES

### 5.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O “boom” do crescimento econômico tão esperado pela sociedade brasileira a partir da estabilidade de preços na economia, com o advento do Plano Real, ainda não aconteceu. O quadro atual da economia, apresentado neste trabalho, aponta mais do que nunca para a necessidade de se encontrar uma alternativa de financiamento para o investimento produtivo.

Começando com uma reformulação do SFB no sentido de aumentar sua eficiência, com medidas que diminuam o custo do capital para consumidores e empresas, dando ênfase aos projetos de investimento. Para isso, seriam necessárias algumas providências que viessem de encontro ao desenvolvimento do mercado de títulos para que pudesse efetivamente servir de *funding* ao financiamento da atividade privada.

Um fator importante, destacado no presente trabalho, diz respeito à política de juros altos adotada pelo BACEN como forma de manter a inflação sob controle. A manutenção das taxas de juros em patamares elevados encarece sobremaneira as linhas de crédito e direciona os recursos para aplicações de curto prazo em razão das expectativas dos agentes.

Ainda, a existência no mercado brasileiro de ativos caracterizados por títulos públicos em grandes volumes, oferecendo alto rendimento, baixo risco e alta liquidez, atraem os investimentos dos agentes econômicos, em especial dos bancos, reduzindo a pressão pela oferta de crédito, permitindo ainda a manutenção de *spreads* elevados.

Ademais, mesmo que haja alguma alteração nesta combinação imbatível de incentivos oferecida pelos títulos públicos, é muito provável que os empréstimos bancários permaneçam com um custo elevado, uma vez que não há razão para acreditar que os bancos abram mão do poder de mercado de fixação de suas próprias taxas de juros ativas. Outro ponto importante está no fato dos bancos captarem recursos principalmente com passivos de curto prazo, como os depósitos, fazendo com que concentrem seus empréstimos para financiar o capital de giro e não projetos de investimento que necessitam de um prazo mais longo.

Conforme verificado neste trabalho, os fatores macroeconômicos são importantes para explicar determinação do *spread* bancário. Destacamos a alta volatilidade da taxa de juros que eleva o risco enfrentado pelo banco e aumenta o seu grau de aversão ao risco, além da produção industrial, cujo baixo crescimento afeta negativamente o nível de inadimplência dos empréstimos, bem como a demanda por crédito, diminuindo as economias de escala que poderiam ser obtidas nas operações de empréstimos. A incerteza reinante do ambiente macroeconômico afeta sobremaneira o *spread* bancário sendo necessário à adoção de políticas capazes de criar condições para um financiamento estável e um crescimento econômico sustentado.

Tirar a economia do estado de semi-estagnação em que se encontra, caracterizado pelo movimento de *stop and go* necessita de medidas econômicas capazes de compatibilizar equilíbrio interno com equilíbrio externo.

O equilíbrio interno requer o controle da inflação sem a necessidade da adoção de políticas contracionistas de demanda agregada como também melhores condições de gerenciamento da dívida pública, como forma de dotar o governo de condições para atuar no campo das políticas fiscais contracíclicas. Entende-se por equilíbrio externo a manutenção dos déficits em conta corrente em níveis relativamente baixos de longo prazo financiados predominantemente com capitais de longo prazo. Além, é claro, de criar condições para manter o mercado de câmbio estável como forma de diminuir os impactos do mercado financeiro internacional sobre a economia brasileira.

Outro fator importante que pode vir a reduzir o *spread* bancário, está diretamente relacionado a atuação dos bancos públicos federais. Considerando a importância histórica dos bancos públicos no processo de incentivo às operações de crédito no Brasil, não tem sentido que os grandes bancos federais tenham uma atuação essencialmente voltada para a lógica do mercado, uma vez que num passado recente (década de 70) cumpriram um papel contracíclico muito importante. Assim, os bancos públicos federais poderiam iniciar um processo mais agressivo de expansão de empréstimos aumentando o seu *mark share* no mercado de empréstimos. Esse comportamento dos bancos públicos certamente seria seguido pelos bancos particulares uma vez que, segundo comentário do próprio Keynes, os banqueiros preferem permanecer unidos a permanecer separados.

Embora não seja possível determinar a existência de um cartel no setor bancário, é visível que este setor funciona segundo a estrutura de mercado conhecida como concorrência imperfeita, necessitando de medidas urgentes que venham a melhorar a concorrência neste segmento, tão importante para o aumento do crédito no país.

Ainda, as dificuldades encontradas para o financiamento de longo prazo no Brasil estão diretamente ligadas as características do mercado de ativos e de aspectos específicos do mercado financeiro. No primeiro bloco citamos a preferência por liquidez pelos detentores de riqueza. No segundo bloco a histórica instabilidade financeira e as dificuldades de crescimento da economia brasileira que vêm se refletindo nos modelos equivocados de gestão da dívida pública, na concentração do mercado bancário brasileiro e a inadequação da legislação tributária e financeira que não privilegiam operações de longo prazo.

Assim, para mudar esse quadro, é necessária a criação ou expansão de um mercado onde existam políticas capazes de incentivar tanto a oferta, quanto à demanda de forma permanente. Para tanto, é preciso que os títulos e dívidas de longo prazo possuam uma atratividade maior que os de curto prazo, apresentando ainda taxas compatíveis como as perspectivas de retorno dos investimentos.

Como o prêmio de liquidez requerido para a colocação de títulos de longo prazo depende do cenário macroeconômico e institucional, é necessária uma redução da taxa básica de juros (Selic), como forma de incentivar o financiamento de longo prazo no Brasil e contribuir para o ajuste interno e externo da economia, criando um ambiente macroeconômico mais estável. Ainda com relação a mudanças necessárias, alongar o perfil da dívida pública federal e alterar de forma consistente o seu grau de indexação são medidas importantes e urgentes no sentido de incentivar o mercado brasileiro de longo prazo. Neste caso o governo sinalizaria uma meta de desindexação da economia num futuro próximo, fazendo com que o mercado de títulos públicos fosse percebido como não mais tão vantajoso, induzindo os agentes a correrem risco no mercado de títulos privados.

Dessa forma, além da redução da taxa básica de juros como forma de possibilitar a redução do prêmio de liquidez dos títulos de longo prazo é necessário uma mudança no perfil da dívida pública brasileira, reduzindo a oferta de títulos indexados e promovendo um alongamento, mesmo que gradual, da dívida pré-fixada.

Com relação às providências que poderiam ser tomadas para melhorar a relação de crédito entre credores e devedores, é bom ressaltar que, não se deve tomar medidas de proteção ao credor sem ponderar os efeitos sobre o devedor. Em uma situação de inadimplência as condições de renegociação da dívida devem ser o mais flexível possível para favorecer a retomada do pagamento por parte do devedor.



Seguindo este raciocínio, o mercado de recebíveis securitizados<sup>48</sup> se apresenta como “um caminho mais promissor” que o endurecimento da lei, uma vez que reduz o grau de exposição do credor original ao risco de crédito do devedor, contribuindo para a redução do prêmio de liquidez para os títulos de longo prazo. Ademais, alongar o prazo de uma operação de crédito beneficia sobremaneira a capacidade de pagamento do devedor.

A título de exemplo, quando o banco exerce sua função de intermediação financeira, ele mantém o risco de crédito no seu balanço, uma vez que a inadimplência dos tomadores finais não anula as obrigações do banco com seus depositantes. Isso encarece sobremaneira essas operações de transferência de recursos em função do alto preço cobrado pelos bancos para fazer frente ao risco de crédito.

Assim sendo, os recursos obtidos através da colocação de títulos no mercado tendem a ser mais baratos que aqueles obtidos via crédito bancário, em razão da eliminação do risco do intermediário.

Porém, o expressivo crescimento do mercado de securitização nos últimos anos, demonstrado neste trabalho, não esconde as dificuldades ainda existentes para que esta alternativa de financiamento ao investimento produtivo venha a ocupar um lugar de destaque no cenário econômico nacional.

Embora, conforme mencionamos anteriormente, a securitização seja uma forma mais barata que o crédito bancário, os custos fixos para colocação destes papéis no mercado ainda são elevados, fazendo com que este processo esteja acessível, nos dias de hoje, apenas para as grandes empresas. Daí a necessidade da criação de mecanismos financeiros que possibilitem a extensão deste benefício para empresas de menor porte, a exemplo das alternativas encontradas pelo governo norte-americano quando incentivou a securitização do mercado de hipotecas em substituição ao então ultrapassado sistema de crédito hipotecário.

Medidas dessa natureza passam necessariamente por um processo de engenharia financeira que inclui desde a padronização de contratos até a colocação no mercado dos títulos, lastreados nestes contratos, para os investidores interessados em aplicações mais longas.

Qualquer mudança desta magnitude requer, num primeiro momento de um apoio mais direto do governo, seja oferecendo garantias contra riscos – seguro contra a inadimplência, seja participando ativamente da organização do mercado secundário com o

---

<sup>48</sup> Títulos lastreados em receitas a receber.

objetivo de dar maior liquidez a estes títulos, até que o próprio mercado adquira a experiência necessária para negociar sozinho estes papéis.

## 5.2 RECOMENDAÇÕES

A tecnologia de securitização de ativos financeiros é o epicentro de uma profunda transformação. Com esta tecnologia ocorre uma mudança gradual no modelo até então utilizado de intermediação financeira, onde os investidores do mercado de capitais passam a ter um papel fundamental no mercado de crédito.

A evolução recente deste mercado no Brasil não deixa dúvidas de que as operações de securitização alcançarão uma importância fundamental no mercado financeiro brasileiro durante esta década. Para tanto, a qualificação de recursos humanos nessa nova tecnologia será um dos fatores críticos de sucesso para instituições que desejarem posicionar-se favoravelmente para o futuro do mercado financeiro nacional. Essa qualificação passa necessariamente por um aprofundamento do conhecimento do processo, ou seja:

- ♣ Compreender de forma clara a mudança do modelo de intermediação financeira representada pela Securitização;
- ♣ Compreender os principais conceitos e inovações financeiras associadas à técnica de Securitização;
- ♣ Avaliar os principais critérios de classificação dos riscos associados à Securitização - definido pelas agências especializadas;
- ♣ Entender o arcabouço regulamentar e jurídico brasileiro para essas operações;
- ♣ Conhecer os diversos tipos de instituições capazes de emitir títulos de securitização no Brasil e entender suas diferenças;
- ♣ Diferenciar Securitização de outras técnicas de financiamento lastreado em ativos;
- ♣ Analisar detalhadamente operações de Securitização realizadas no mercado brasileiro.

Ainda, a compreensão de operações de securitização de fluxo futuro<sup>49</sup> exige o conhecimento de conceitos complexos como os vários tipos de reforço de crédito e liquidez e a análise de riscos específicos para este tipo de securitização.

Para tanto é necessária uma revisão da estrutura básica de uma securitização de créditos performados, um estudo aprofundado da estrutura de securitização para operações de securitização de créditos futuros (“Securitização de Fluxo Futuro”) e uma análise das principais diferenças entre os modelos de securitização.

O presente trabalho recomenda ainda um estudo dos principais riscos associados ao processo de Securitização de Fluxos Futuros, dentre eles o risco: de crédito dos recebíveis, da performance da instituição que origina os créditos a serem securitizados (“Originador”), de originação dos recebíveis, legal, regulamentar e de mercado; a análise de questões diretamente relacionadas à estruturação das operações como procedimento de medição e coleta dos recebíveis, tamanho e prazo da emissão, flutuações no fluxo de caixa e o risco de amortização antecipada e; o estudo dos principais tipos de gatilhos de proteção e de reforço de crédito e liquidez para estas operações.

Por fim, recomenda-se aprofundar o conhecimento das questões específicas para operações de Securitização de Fluxos Futuros relacionados à cessão dos créditos, tais como a definição do instrumento, a identificação dos créditos e obrigações adicionais assumidas pelo Originador.

A compreensão detalhada do processo de securitização no meio acadêmico abre novos horizontes para a discussão de mecanismos eficientes de financiamento ao investimento produtivo no Brasil. Além disso, a securitização de recebíveis contribui para incentivar o crescimento do mercado de capitais brasileiro na busca de sua verdadeira função - ser um canal fundamental de captação de recursos, contribuindo para o desenvolvimento das empresas, geração de novos empregos e conseqüentemente o progresso do país.

---

<sup>49</sup> Fluxo futuro = recebíveis

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Economia bancária e crédito: avaliação de 3 anos do projeto juros e spread bancário. Disponível em : <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 02 junho 2005.

\_\_\_\_\_. Boletim Mensal, ago/2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 02 junho 2005.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. *Revista Bovespa*, abr-jun/2005. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em: 08 junho 2005.

\_\_\_\_\_. BOVESPA – Investidor. *Dicionário de Finanças*. Disponível em : <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em: 01 abril 2006.

\_\_\_\_\_. BOVESPA FIX – Notícias. *Mercado*. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em: 08 junho 2005.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. O sistema financeiro brasileiro: a modernização necessária. In: SICSÚ, João; PAULA, Luiz F.; RENAUT, Michel. (orgs.). *Novo desenvolvimento: um projeto nacional de crescimento com equidade social*. Barueri: Manole/Fundação Konrad Adenauer, 2005. p.329-346.

CHALHUB, M.N. *Negócio Fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. 396p.

CINTRA, Marcos. Sistema Financeiro. *Indicadores DIESP*, n.79, p.14, jul./ago.2000.

\_\_\_\_\_. “Spread: reflexo do poder dos bancos no Brasil”. In: *Revista Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, v.59, n.01, p.16-17, jan. 2005.

COSTA, Ana C.A. “Mercado de crédito e spread bancário no Brasil”. In: *Revista Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, v.58, n.10, p.16, out. 2004.

CRUZ, Paulo Davidoff. Notas sobre o endividamento externo brasileiro nos anos setenta. In: BELLUZZO, L. G. M.; COUTINHO, R. (orgs.). *Desenvolvimento capitalista no Brasil*. São Paulo: Editora Brasiliense, 1982. p. 67-107.

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

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. Finanças públicas: teoria e prática no Brasil. 2. ed. Rio de Janeiro: Campos, 2001.

HENDERSON, J; SCOTT, J. Securitization. New York: New York Institute of Finance, 1988. p.182.

HERMANN, Jennifer. Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: SICSU, João; OREIRO, José L.; PAULA, Luiz F. (orgs.). *Agenda Brasil – Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri: Manole/Fundação Konrad Adenauer, 2003. p.241-293.

KEYNES, J.M. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Abril Cultural, 1985. Publicação original: *The general theory of employment, interest and money*. Londres: Macmillan, 1936.

KOTHARI, V. Securitisation: the financial instrument of the new millenium. Calcutta: Academy of Financial Services, 1999. 498p.

KRAVITZ, J. Introduction to Securitization. New York: Mayer, Brown & Platt, 1998.

MAGLIANO, Augusto C. Acordo sobre o Regime de Capitais Mínimos para Entidades Financeiras e suas Conseqüências. Revista da ANDIMA, jun. 1994.

ONO, Fábio H., et al. “Spread bancário no Brasil: determinantes e proposição de política”. In: SICSU, João; MICHEL, Renaut; PAULA, Luiz F. (orgs.). *Novo Desenvolvimento: um projeto nacional de crescimento com equidade social*. Barueri: Manole/Fundação Konrad Adenauer, 2004. p. 347-378.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2005.

SOARES, Ricardo P. Evolução do crédito de 1994 a 1999: uma explicação. Texto para discussão nº 808 – IPEA. Brasília, jul. 2001.

STUDART, Rogério. “Financiamento do desenvolvimento”. In: GIAMBIAGI, Fábio, et al (orgs.). *Economia Brasileira Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campos, 2005. p. 335-354.

TROSTER, Roberto L. Overbanking no Brasil. São Paulo: Makron Books, 1998.

\_\_\_\_\_. Política Bancária do Real. *Informações Fipe*, n.208, p.13 – 15 jan. 1997.

VEDROSSI, Alessandro Olzon. A securitização de recebíveis: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil. São Paulo, 2002. 111p. Dissertação de Mestrado em Engenharia da Construção Civil, Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2002.