



RE1-04-003

**Série de estudos econômicos e sociais**

# **REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO DO BRASIL: IMPLEMENTAÇÃO RECENTE E PERSPECTIVAS**

**José Guilherme A. Reis  
Sílvia M. Valadares**

**ARGENTINA  
BOLÍVIA  
BRASIL  
CHILE  
PARAGUAI  
URUGUAI**

Março 2004

**REGIÃO 1**

**Banco Interamericano de Desenvolvimento**

Este documento não é uma publicação oficial do Banco Interamericano de Desenvolvimento. O propósito da Série de Estudos Econômicos e Sociais é servir como base para a discussão de aspectos importantes relacionados ao desenvolvimento dos países membros do Departamento Regional de Operações I. As opiniões e conclusões contidas neste documento são responsabilidade dos autores e não coincidem necessariamente com as políticas e opiniões do BID, sua Diretoria ou seus países membros, nem as instituições com as quais os autores estão afiliados.

# **Reforma do Sistema Financeiro do Brasil: Implementação Recente e Perspectivas<sup>1</sup>**

José Guilherme A. Reis

Sílvia M. Valadares

## **1) Introdução**

A relação entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico já foi ressaltada em diversas ocasiões na literatura econômica. Alguns autores, como Levine et al (2000) e Rajan e Zingales (1998), indicam uma relação de causalidade de forma que o desenvolvimento do sistema financeiro pode influenciar positivamente o crescimento econômico. Um sistema financeiro mais desenvolvido diminui os custos de transação, os custos de informação, permite maior diversificação de risco e provê maior liquidez aos agentes. Desta forma, obtém-se uma melhor alocação de recursos, com menor custo de captação e com efeitos positivos sobre o dinamismo e o crescimento da economia.

O sistema financeiro brasileiro tem-se revelado sólido, com significativa resistência a choques econômicos, além de dotado de alto grau de confiança pelos agentes econômicos. Durante o longo período inflacionário pelo qual passou a economia brasileira, o sistema bancário se adaptou de forma a fornecer aos agentes ativos com alta liquidez e com capacidade de manutenção do poder de compra. O período pós-estabilização tem se caracterizado por elevada volatilidade macroeconômica, mas a resistência do sistema financeiro a choques econômicos não diminuiu. Certamente as ações do Banco Central do Brasil tanto em momentos de maior instabilidade, com a implantação de programas que impedissem uma crise sistêmica no sistema bancário, como no desenvolvimento de uma maior fiscalização preventiva e imposição de regras que permitissem uma maior robustez, do sistema, foram decisivas neste aspecto. Todos estes fatores propiciaram a manutenção da confiança no sistema bancário brasileiro.

No entanto, apesar de cumprir o seu papel como receptor de depósitos do público, provendo segurança e poder de compra, o sistema financeiro brasileiro ainda falha como

---

<sup>1</sup> Os autores se beneficiaram de discussões sobre o tema com Arminio Fraga (ex-Presidente do Banco Central do Brasil), Eduardo Augusto Guimarães (ex-Presidente do Banco do Brasil) e diversos técnicos do governo federal os quais, é claro, não têm nenhuma responsabilidade sobre as idéias aqui expostas.

indutor de crescimento econômico, na medida em que não consegue desempenhar de forma satisfatória o papel de financiador dos agentes econômicos. O volume total de crédito do sistema financeiro é de apenas 25% do Produto Interno Bruto (PIB), sendo apenas 14 % do PIB provenientes de recursos livres<sup>2</sup>. Acoplado ao baixo volume de crédito estão as altas taxas de juros dos empréstimos decorrentes não só da alta taxa básica de juros, como também de um elevado *spread* bancário, este último dado pela diferença entre a taxa de aplicação e captação dos recursos livres dos bancos. Em outubro de 2003, o *spread* para operações de crédito com recursos livres era de 30,5 pontos percentuais, sendo 14,2 pontos percentuais para pessoa jurídica e 51,7 pontos percentuais para pessoas físicas. Além disso, o mercado de capitais não é suficientemente desenvolvido, oferecendo baixa atratividade para empresas abrirem seu capital, indicando também neste mercado um alto custo de captação. O valor de mercado das empresas listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA) somava 36,6% do PIB em 2001. O montante transacionado é bastante menor (13% do PIB em 2001), já que muitas empresas apresentam baixa liquidez, não tendo negociação freqüente e, devido a concentração de capital no Brasil, uma parcela pequena do capital das empresas é transacionada no mercado, sendo uma grande parte apenas transacionada via bloco de ações.

A lista de problemas que podem explicar este desempenho ainda decepcionante é longa, envolvendo impedimentos estruturais da economia brasileira. A forte pressão causada pelos desequilíbrios do setor público, inibindo a poupança privada e, mais recentemente, ampliando a já elevada taxaço sobre a intermediação financeira é, sem dúvida, um dos principais problemas. A presença de bancos públicos é ainda expressiva, assim como o direcionamento de crédito, gerando diversos tipos de ineficiência. Além disso, há problemas consideráveis de ordem legal e institucional para a obtenção de informações e para a execução de garantias, levando à elevação dos *spreads* e à redução da oferta de crédito.

Este trabalho procura analisar alguns dos principais obstáculos ao desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro, ressaltando as medidas implementadas recentemente, e

---

<sup>2</sup> Dados de agosto de 2003. Fonte: Nota para Imprensa de Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional – Banco Central do Brasil.

procurando indicar propostas para dar continuidade ao processo de reforma. A lógica implícita adotada no trabalho é a de que a direção das medidas que vêm sendo adotadas é, em linhas gerais, correta, e que é preciso seguir avançando de forma incremental, buscando aumentar a robustez dos avanços obtidos.

Nesse sentido, a parte propositiva do documento procura levar em conta algumas restrições de natureza econômica e política, que nos parecem presentes, pelo menos pelos próximos anos. Não se cogita aqui, por exemplo, de uma redução significativa da tributação que hoje incide sobre o setor, e que se reflete em elevação do custo dos empréstimos. Nosso argumento é que a economia encontra-se, em geral sobretaxada, e razões de natureza fiscal impõem a manutenção de uma elevada carga tributária por muitos anos ainda. A opção mais realista segue sendo atuar de maneira tópica, buscando eliminar os efeitos mais nocivos da tributação excessiva ou inadequada. Da mesma forma, a possibilidade de privatização de bancos federais não é discutida neste documento.

São duas as mensagens principais da parte propositiva deste texto. A primeira é que, com a aprovação da Lei de Falências, conclui-se uma importante fase de reformas na área de garantias cujos efeitos possivelmente ainda não estão sendo totalmente sentidos no funcionamento do sistema financeiro. Há todo um trabalho de consolidação jurídica a ser feito, ainda mais importante em função da morosidade e de decisões controversas que têm sido tomadas pela justiça, o que significa dizer que o foco da agenda se move da área do Executivo/Legislativo cada vez mais para o Legislativo/Judiciário.

A segunda mensagem a destacar é a necessidade de perseverar na trajetória de construção paulatina de um ambiente mais favorável à ampliação da oferta de crédito com redução de seu custo. Nesse sentido, há que se tomar cuidado para não retroceder para uma agenda que privilegie o curto prazo. Há um conjunto de medidas complementares que podem reforçar o processo em curso, algumas das quais destacamos neste documento.

O trabalho está organizado da seguinte forma: a próxima seção traz uma avaliação dos principais problemas do sistema financeiro brasileiro e uma abrangente descrição das principais iniciativas que foram tomadas nos anos recentes, tanto pelo governo Fernando Henrique como pelo governo Lula. A seção 3 apresenta nossa visão sobre a agenda

pendente de curto prazo estruturada em um conjunto selecionado de temas, a saber, garantias, tributação, concorrência, mercado de capitais, acesso aos serviços financeiros e alguns aspectos de longo prazo, destacando crédito habitacional e resseguros. A seção 4 resume as conclusões do trabalho.

## **2) Estrutura atual do sistema financeiro e reformas recentes**

A relação entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico já foi ressaltada em diversas ocasiões na literatura econômica. A atuação do mercado de capitais e das instituições financeiras tem efeito direto sobre a alocação de recursos, viabilizando a realização de projetos com taxa de retorno maior, com efeitos positivos sobre o dinamismo e o crescimento da economia. Isto ocorre através de vários canais, tais como diminuição dos custos de transação, possibilidade de diversificação de recursos, maior liquidez para os ativos, além da possibilidade de um melhor monitoramento dos administradores, exercendo um controle corporativo e mobilização da poupança (Levine (1997)). Alguns estudos teóricos tentam mostrar esta relação, como Greenwood e Jovanovic (1990) e vários trabalhos encontram uma correlação positiva entre estas variáveis, como Goldsmith (1969).

Apesar da relação empírica positiva existente, a relação de causalidade não estava clara até recentemente. Até que ponto o desenvolvimento do sistema financeiro não é afetado pelos mesmos fatores que o desenvolvimento econômico, levando à correlação positiva observada? Não poderia o sistema financeiro estar apenas antecipando o desenvolvimento econômico causado por outros fatores? Alguns trabalhos mais recentes procuram mostrar a importância do desenvolvimento do mercado de capitais e do sistema bancário como indutores do crescimento econômico. Levine, Loayza e Beck (2000) mostram que componentes exógenos da intermediação financeira estão positivamente associados ao crescimento econômico através de estudo de *cross-section* e dados de painel. Levine e Servos (1998) mostram também o papel do tamanho e liquidez do mercado de capitais como indutor do crescimento em um estudo *cross-section*. Ambos os estudos controlam para diversas outras variáveis aceitas pela literatura como indutoras de

crescimento econômico. Numa abordagem diferente, Rajan e Zingales (1998) mostram que setores mais dependentes de financiamento externo se desenvolvem de forma mais rápida em países com um setor financeiro mais desenvolvido, tentando mostrar a importância do setor financeiro como indutor de crescimento. Estas evidências de causalidade são decisivas para definição da política econômica, já que mostram a importância da implementação de medidas que beneficiem o desenvolvimento do sistema financeiro, tanto em relação ao setor bancário como ao mercado de capitais.

O sistema financeiro brasileiro passou por modificações substanciais na última década, acompanhando uma série de reformas ocorridas na economia durante o período. A alteração no cenário macroeconômico, notadamente com um ambiente de inflação mais baixa alcançado após a implementação do Plano Real tornou necessária a adoção de várias medidas visando garantir a manutenção de um sistema financeiro sólido.

## 2.1) Sistema bancário

Até o início da década de 90, o sistema financeiro era caracterizado pela forte presença de bancos públicos, competição limitada e pelo fato de parte considerável da receita dos bancos vir das altas taxas de inflação que se verificavam naquele momento. Atualmente, o que se observa é um pequeno número de bancos públicos, uma maior presença de bancos estrangeiros e bancos com situação financeira mais sólida, onde os lucros não mais dependem da receita inflacionária. (Goldfajn, Henning e Mori (2003)).

**TABELA 1**  
**Participação Percentual das Instituições no Patrimônio**  
**Líquido do Segmento Bancário**

	<b>1997</b>	<b>2002</b>
Bancos com Controle Estrangeiro	14,29	32,89
Bancos Privados Nacionais	51,82	48,66
Bancos Públicos (+ Caixa Estadual)	11,49	4,60
CEF	9,09	3,91
Banco do Brasil	11,76	7,77
Cooperativas de Crédito	1,55	2,17
Área Bancária	100,00	100,00

Fonte: Banco Central do Brasil - Relatório de Evolução do SFN

Com a queda abrupta da inflação ocorrida com o Plano Real, em junho de 1994, o sistema financeiro viu uma importante fonte de receita se extinguir. Isto deteriorou a situação de alguns bancos, exigindo a atuação mais ativa do Banco Central do Brasil (BCB). Entre 1994 e 1995, vinte e oito instituições sofreram intervenção pelo BCB. Em 1995, foi criado o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), quando duas das dez maiores instituições financeiras estavam em dificuldades, aumentando o risco de crise sistêmica. O programa permitiu aos depositantes rever seus depósitos junto a instituições, penalizou má gestão, através da troca de administradores e dos proprietários, tornou administradores e proprietários administrativa e legalmente responsável por seus atos, além de ter tornado os bens dos proprietários e administradores não disponíveis.

As transformações da economia também tornaram necessária uma reestruturação e privatização dos bancos estaduais. Estes bancos freqüentemente tinham suas práticas influenciadas por interesses políticos, contaminando a saúde do sistema financeiro, bem como ajudando a deteriorar as finanças estaduais. Foi implementado o Programa de Incentivo à Redução da Participação do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), que fez parte de um programa maior de reestruturação das finanças estaduais. De um total inicial de 35 bancos estaduais, apenas 12 permanecem públicos, sendo que cinco permanecem na agenda de privatização. As demais instituições foram privatizadas, transformadas em agências de fomento (instituições que não podem captar depósitos, mas apenas repassar fundos), ou tiveram suas atividades encerradas.

No que se refere aos bancos federais, um processo de ajuste e fortalecimento se iniciou em 1995. Inicialmente, o Tesouro Nacional capitalizou com US\$ 8 bilhões o Banco do Brasil. Em 2001, foi criado o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF), com o objetivo de adequar o capital de quatro bancos públicos - Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco do Nordeste e Banco da Amazônia. Houve transferência de risco de crédito para o Tesouro, troca de ativos com baixa taxa de juros por ativos líquidos rendendo taxas de mercado, e um aumento de capital em três dos quatro bancos. Ademais, os bancos federais são hoje obrigados a cumprir um índice de



necessidade de capital mais conservador que o exigido pelo Acordo da Basiléia. Assim, para aqueles bancos públicos que permaneceram estatais, houve uma preocupação de torná-los mais sólidos, competitivos, eficientes e transparentes.

Goldfajn et alli (2003) estimaram o custo fiscal dos programas de reestruturação bancária no Brasil. A metodologia utilizada foi o impacto na Dívida Líquida do Setor Público, ou seja, o montante adicional de títulos emitidos no período para fazer frente às despesas com o programa. Dessa forma, o custo total dos três programas implementados foi de 8,7% do PIB, sendo 0,88% referente ao custo do PROER, 5,68% ao custo do PROES e 2,09% ao custo do PROEF. Este custo foi calculado até junho de 2002, já que uma parte dos créditos do PROES e PROER ainda não foi recuperada. Este custo não é particularmente alto quando comparado com outros países.

Ao mesmo tempo em que se observa uma diminuição do número dos bancos públicos, houve um aumento na participação de bancos estrangeiros, como decorrência de regras menos restritivas à sua presença no sistema financeiro brasileiro. Dessa forma, a participação de bancos com controle estrangeiro passou de 14,29% do patrimônio líquido do segmento bancário em 1997 para 32,89% em 2002.

Outras medidas tomadas pelo BCB foram fundamentais para permitir o novo equilíbrio dos bancos. Uma delas foi a autorização para que os bancos cobrassem tarifas, permitindo que uma nova fonte de receitas substituísse aquela advinda da inflação. Dentro do propósito de se evitar novas crises, agindo de forma preventiva, está também a maior responsabilidade dada a empresas de auditoria, bem como a melhora das informações contábeis exigidas pelos bancos. O Plano Contábil das Instituições Financeiras (Cosif) foi revisto, aumentando sua transparência e se ajustando a padrões internacionais.

O novo Sistema de Pagamento Brasileiro (SPB), lançado em 2002, foi criado para permitir uma maior rapidez, segurança e eficiência para as transações cursadas nas câmaras de compensação, retirando do setor público os riscos privados, e fortalecendo o sistema financeiro. No novo sistema há um monitoramento em tempo real de reservas bancárias, com oferecimento de empréstimos-ponte diários (redesconto intra-dia). Foi também implantado um sistema para o processamento de ordens de transferência eletrônica

disponível (TED) entre bancos operando em tempo real. Foram definidas ainda regras mais rígidas para as câmaras de compensação, que devem adotar adequados mecanismos de gerenciamento de riscos. Com isso, evitou-se que sistematicamente o Banco Central assumisse o risco do setor privado, como ocorria nas liquidações diárias das reservas bancárias.

As medidas acima relatadas foram importantes para aumentar a solidez do sistema financeiro tornando-o mais resistente a choques durante a década de 90. Isto permitiu a manutenção da confiança da sociedade nos ativos domésticos depositados no sistema financeiro, impedindo a desintermediação bancária.

No entanto, apesar do sistema bancário ter sido eficiente como receptor de depósitos do público, provendo segurança e poder de compra, não se pode dizer o mesmo quando se avalia o financiamento ao setor privado. O volume total de crédito do sistema financeiro, é pequeno em termos absolutos ou quando comparamos internacionalmente. Em agosto de 2003, o total de crédito do sistema financeiro era de 25% do PIB, sendo apenas 14% do PIB provenientes de recursos livres<sup>3</sup>. Isto porque uma parcela relevante dos créditos totais é original de recursos direcionados (9,8% do PIB, que normalmente são feitos com taxas subsidiadas.

---

<sup>3</sup> Dados de agosto de 2003. Fonte: Nota para Imprensa de Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional – Banco Central do Brasil.

**TABELA 2**  
**Crédito Doméstico do Sistema Financeiro para o Setor Privado**

*em % do PIB*

Japão	187,70	Austrália	87,90
Suíça	165,20	Israel	86,90
Hong Kong	158,70	Canadá	80,10
Estados Unidos	143,50	Itália	77,60
África do Sul	141,90	Chile	68,00
Malásia	135,50	Uruguai	51,30
Reino Unido	135,10	Suécia	46,00
China	124,60	<b>Brasil</b>	<b>37,60</b>
Alemanha	120,30	Polônia	26,00
Nova Zelândia	117,70	Argentina	23,80
Singapura	110,00	Bulgária	14,60
Tailândia	108,80	México	13,20
Irlanda	108,60	Venezuela	12,10
Coréia do Sul	101,90	Bélgica	6,70
Espanha	101,60		

Fonte: World Development Indicators (seção 5.1) - The World Bank - 2002

**TABELA 3**  
**Operações de crédito do Sistema Financeiro (outubro - 2003)**

		<b>R\$ milhões</b>	<b>% do PIB</b>
Recursos Livres	Pessoas Físicas	86.443	5,6%
	Pessoas jurídicas	131.870	8,5%
	Total	218.314	14,0%
Recursos Direcionados	Habitação	22.973	1,5%
	Rural	42.868	2,8%
	BNDES	84.185	5,4%
	Outros	2.482	0,2%
	Total	152.507	9,8%
Operações de Leasing		8.531	0,5%
Setor Público		15.205	1%
Total Geral		394.557	25%

Fonte: Banco Central do Brasil

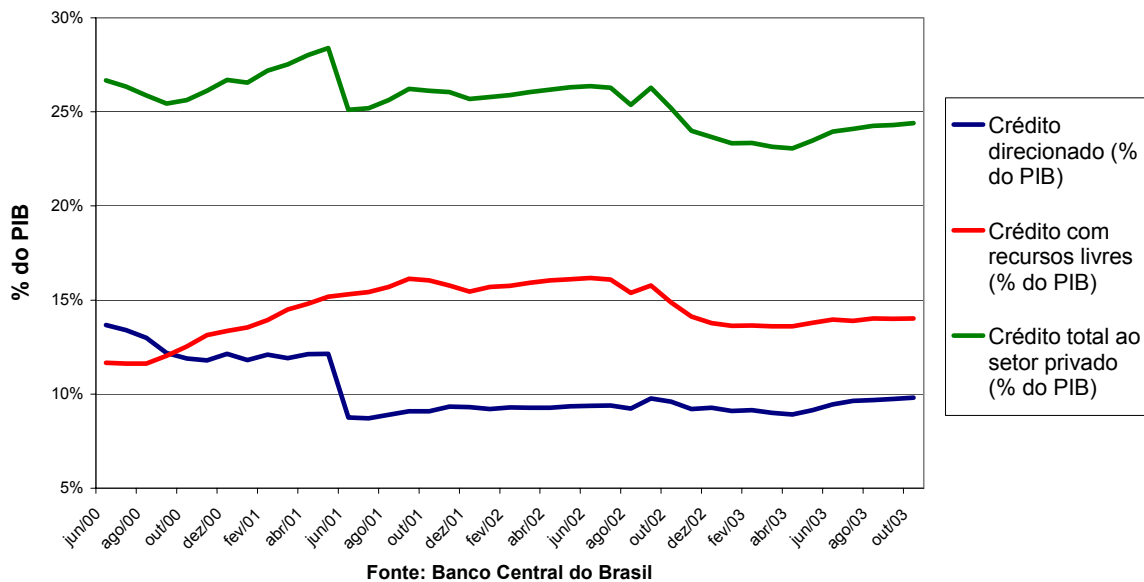
Em relação à evolução recente, observa-se um aumento expressivo do volume de crédito de operações com recursos livres a partir do início de 2000, até meados de 2001.<sup>4</sup> Este período foi marcado, na sua maior parte, por uma redução da taxa de juros básica, bem como por uma melhora da percepção dos fundamentos da economia. No que concerne ao crédito direcionado, observamos uma redução no segundo semestre de 2000 e uma redução pontual em junho de 2001, a partir de quando não se observam mais variações significativas, (gráfico 2). A redução de três pontos percentuais verificada em junho de 2001 foi determinada pelo PROEF<sup>5</sup>. No entanto, o volume de crédito direcionado mantém-se ainda elevado, representando 9,8% do PIB em outubro de 2003, volume significativo quando comparado ao montante de crédito com recursos livres – 14% do PIB na mesma data. A maior parte do crédito direcionado se refere a financiamentos feitos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (5,4%), seguido de financiamentos ao setor rural (2,8%) e de habitação (1,5%). As principais fontes para o crédito direcionado advém de parte dos recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), oriundo da arrecadação do Programa de Integração Social (PIS) que incide sobre o faturamento das empresas, e do direcionamento de recursos de poupança e depósitos bancários para aplicação em programas de financiamento habitacional e rural. Há que se considerar ainda que parte dos recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) é destinada ao financiamento habitacional.

---

<sup>4</sup> Em junho de 2000, o Banco Central passou a receber dados sobre operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional com base em nova regulamentação (Circular 2.957/99, que revogou a Circular 2720/96), ampliando a abrangência das informações sobre o volume de crédito livre.

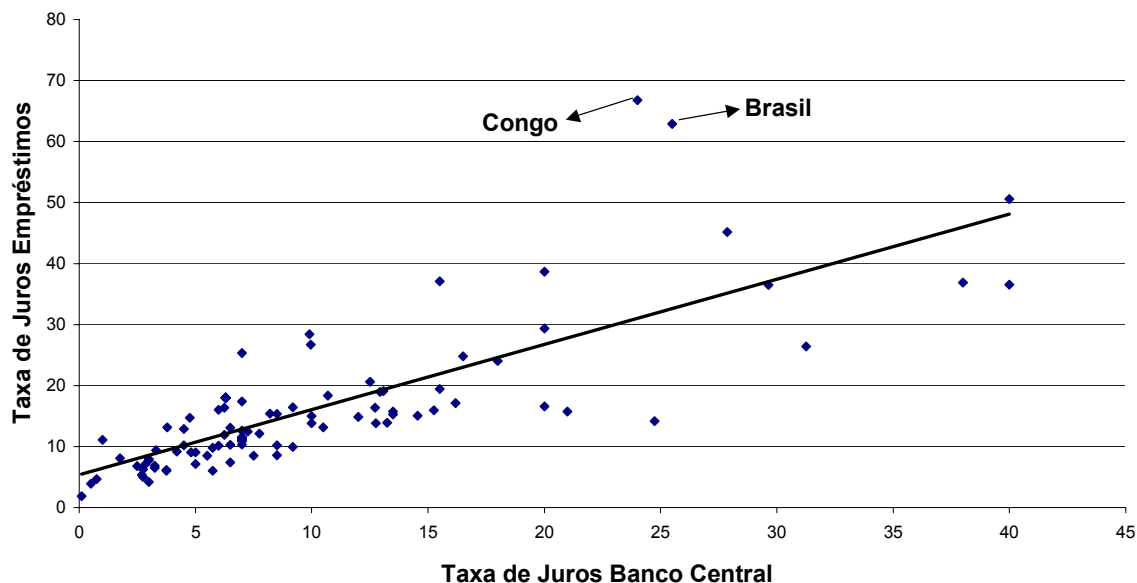
<sup>5</sup> No processo de saneamento dos bancos estatais federais, foi repassado à Empresa Gestora de Ativos (EMGEA) ativos de crédito de pouca liquidez e baixa remuneração, relativos aos setores habitacional, rural, público e para programas específicos de saneamento. Em contrapartida a EMGEA assumiu passivos de responsabilidade da Caixa Econômica Federal junto a fundos e programas.

**GRÁFICO 2**  
**Evolução do crédito do sistema financeiro ao setor privado (% do PIB)**



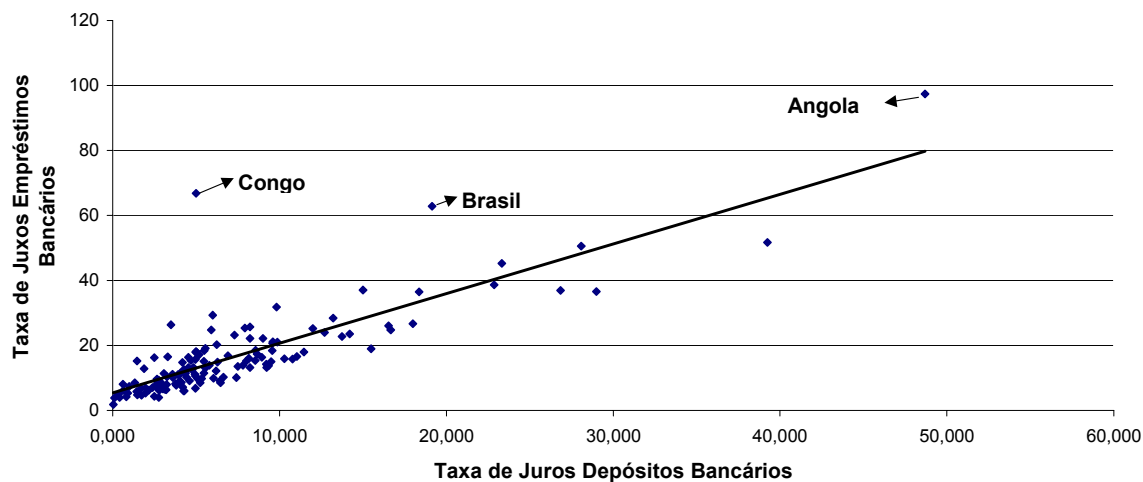
Além do volume de crédito ser baixo, o custo dos empréstimos é reconhecidamente alto, fato que decorre não só da elevada taxa básica de juros, mas também de um *spread* bancário que está entre os mais altos do mundo (ver gráficos 3 e 4). Em outubro de 2003, o *spread* para operações de crédito com recursos livres era de 30,5 pontos percentuais, sendo 14,2 pontos percentuais para pessoa jurídica e 51,7 pontos percentuais para pessoas físicas.

**GRÁFICO 3**  
**Comparação Taxa de Juros Banco Central e Taxa de Empréstimos -**  
**2002**



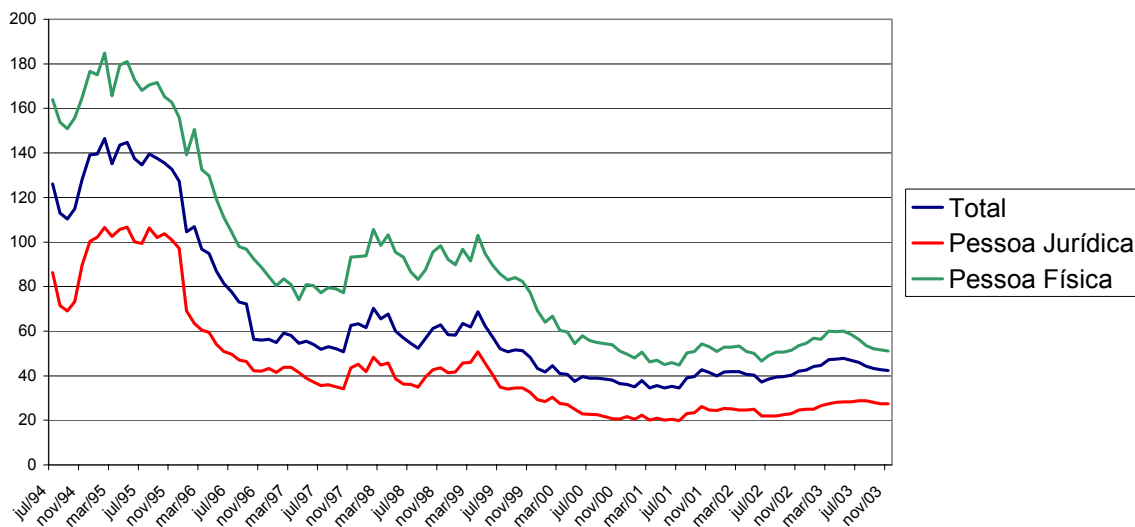
Fonte: Fundo Monetário Internacional, IFS, elaborado pelos autores

**GRÁFICO 4**  
**Comparação Taxa de Juros Depósitos e Empréstimos Bancários**  
**2002**



Fonte: Fundo Monetário Internacional, IFS, elaborado pelos autores

**GRÁFICO 5**  
**Spread Médio das Operações de Crédito com Recursos Livres**  
**(pré-fixado) (p.p.)**



Fonte: Banco Central do Brasil

Um exercício de decomposição do *spread* bancário realizado para o mês de agosto de 2002 (Banco Central do Brasil (2002)), mostrou que 40% do *spread* é decorrente da margem líquida dos bancos, 21% dos impostos diretos, 8% dos impostos indiretos e do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), 14% de despesas administrativas e 17% de despesas com inadimplência de empréstimos. Em um trabalho feito para 80 países, Demirgüç-Kunt e Huizinga (1998) decompõem a margem do resultado com cobrança e pagamento de juros pelos bancos (diferença entre as receitas e despesas com juros). De uma forma geral, eles encontram que despesas administrativas, na média, são o maior componente desta margem (sendo maior para países de menor renda e para os países da América Latina). O segundo maior componente varia entre perdas com provisões e lucro líquido, dependendo da renda do país ou de sua localização geográfica. Para países de menor renda, ou países da África, Ásia e América Latina o segundo componente é o lucro líquido e o terceiro, perda com provisões, sendo a diferença entre os dois é menor para países da América Latina. O menor componente é composto por impostos. Neste estudo os números para o Brasil seguem a média da América Latina de uma forma geral, sendo o maior componente (60,5%) referente a despesas administrativas e o menor (11,8%) decorrente de impostos.

Resultados tão díspares para o Brasil nos dois estudos podem estar relacionados a vários aspectos. Observe-se, antes de mais nada, que os textos trabalham com medidas de *spread* diferentes. Enquanto o Banco Central utiliza a diferença entre as taxas cobradas, ou seja, o *spread ex ante*, Demirgüç-Kunt e Huizinga (1998) trabalham com a diferença entre as receitas e despesas com juros, ou seja, com a margem obtida com a atividade de empréstimo, *ex post*. Outro ponto importante é o período utilizado. Demirgüç-Kunt e Huizinga (1998) utilizam o período entre 1988 e 1995, período anterior a importantes mudanças no sistema bancário brasileiro. De acordo com o Banco Central, a participação das despesas administrativas, despesas com inadimplência e impostos indiretos caíram desde 1999, enquanto a participação dos lucros líquidos e, como consequência, dos impostos diretos, aumentou no período.

Diversas medidas foram tomadas no passado recente com o objetivo de diminuir o *spread* bancário e desenvolver o mercado de crédito no Brasil. Com o objetivo de melhorar as informações de crédito foi criada, em 1997, uma Central de Risco de Crédito. Todas as operações de crédito superiores a R\$ 5.000,00 devem ser informadas à Central. Dessa forma, é possível melhorar o monitoramento dos riscos de crédito dentro das carteiras das instituições financeiras além de criar uma base de dados para ser utilizada pelo setor financeiro na concessão de crédito diminuindo o problema de seleção adversa.

Outras medidas visaram tornar mais dinâmico e seguro o mercado de crédito. Dentre elas está a Medida Provisória nº 1.925, de 14 de outubro de 1999, que instituiu a Cédula de Crédito Bancário (CCB), com o objetivo de se dispor de um título de crédito que fosse um instrumento ágil, simples e padronizado, de forma a dar maior flexibilidade e agilidade na mobilização do crédito, assegurando às instituições financeiras a recuperação mais ágil e menos onerosa dos capitais emprestados a seus clientes.

Em outro campo, o Conselho Monetário Nacional (CMN) adotou medidas para aperfeiçoar as operações de cessões de créditos por parte das instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil, com o intuito de aumentar o escopo destas operações. Dentro desta perspectiva, foram aprovadas as Resoluções CMN nº 2.561 de 5 de novembro de 1998; 2.686 de 26 de janeiro de 2.000 e 2.836, de 30 de maio de 2001, atuando inclusive na regulamentação da cessão de créditos imobiliários direcionados a



companhias securitizadoras de créditos imobiliários. Com o objetivo de tornar uso da cessão de créditos mais amplo, aumentando sua demanda potencial, o Conselho Monetário Nacional autorizou a constituição e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios, através da Resolução CMN nº 2.907, de 29 de novembro de 2001. São fundos destinados à aplicação em recebíveis oriundos de operações financeiras, comerciais, industriais, imobiliárias e outras, sendo sua administração feita por bancos múltiplos, comerciais ou de investimento, Caixa Econômica Federal, sociedades de crédito, financiamento e investimento, além de corretoras e distribuidoras. Estes fundos foram regulamentados pela Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, posteriormente alterada pela Instrução CVM nº 393, de 22 de julho de 2003. Esses mecanismos buscaram melhorar a administração da liquidez das carteiras de crédito das instituições financeiras e, dessa forma, aumentar a solidez do sistema e reduzindo o custo dos empréstimos e aumentando o volume de crédito.

Outra medida tomada pelo Conselho Monetário Nacional, através da Resolução CMN 2.933, foi tornar possível a realização de operações de derivativos de crédito. Estes instrumentos são contratos onde as partes envolvidas negociam o risco de crédito de operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente às referidas operações. Assim como no caso das medidas anteriores, o objetivo de se permitir este tipo de operação é a redução do *spread* bancário, bem como o aumento dos recursos disponíveis para a oferta de crédito, na medida em que as instituições financeiras possam transferir parte do risco de suas carteiras para outras instituições, aumentando seus limites operacionais sem a injeção adicional de capital. Ao mesmo tempo, os derivativos de créditos permitem uma nova possibilidade de investimento para a contraparte receptora, diversificando a estrutura do mercado de capitais.

## **2.2) Crédito Imobiliário**

Os financiamentos imobiliários são regidos por dois sistemas no Brasil. O mais antigo deles é o Sistema Financeiro de Habitação (SFH), criado na década de 60, e que atravessou, portanto, ambientes econômicos muito diversos – crescimento acelerado, mega-inflação, períodos recessivos, etc. Até 2001, o SFH financiou a aquisição de 6,8 milhões de

moradias, a maior parte de unidades novas. O auge do sistema ocorreu em 1980, quando financiou nada menos que 627 mil unidades. Com a elevação da inflação, houve redução drástica do total financiado. O sistema entrou em colapso a partir de 1983, quando o descasamento de renda e valor das prestações gerou enormes saldos residuais ao final dos períodos de pagamento. Esse déficit foi arcado pelo Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), que havia sido criado em 1967. A dívida no FCVS chegou a R\$ 50 bilhões, que acabaram se constituindo em subsídio, absorvido pelo Tesouro Nacional, a todos os mutuários do sistema.

Em 1997, após o sucesso da estabilização da economia, foi criado, através da Lei nº 9514, o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). A idéia era estimular o desenvolvimento de um mercado secundário de letras hipotecárias no Brasil. O SFI tem claramente uma mentalidade mais moderna, tendo introduzido, no artigo 19 da referida lei, a alienação fiduciária de bens imóveis, mecanismo essencial para o sucesso das operações de securitização de hipotecas. Foram autorizados os financiamentos com base em condições de mercado (livre pactuação), regulamentadas as companhias securitizadoras e criado o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Mais recentemente, outras medidas deram continuidade à implementação deste novo arcabouço. A Medida Provisória 2.223, de 04 de setembro de 2001 criou dois novos instrumentos com o objetivo de fortalecer o mercado secundário de crédito imobiliário: a Letra de Crédito Imobiliário (LCI) e Cédula de Crédito Imobiliário (CCI). As LCIs, cujo público alvo são os fundos de previdência complementar e as seguradoras, podem ser emitidas por entidades autorizadas pelo BCB, tendo como lastro geral contratos imobiliários com garantia real, inclusive alienação fiduciária, que confere maior segurança para o credor, uma vez que o processo de retomada do imóvel por motivos de inadimplência do mutuário é mais rápido do que no caso da hipoteca. A CCI é um título de crédito imobiliário, cujas negociações no mercado secundário estão isentas de averbação no Registro de Imóveis, condição que garante agilidade e reduz custos cartoriais. Seu público alvo são as companhias de securitização, já que podem ser utilizadas como lastro para a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Esta Medida Provisória permitiu, ainda, a adoção de cláusulas de reajuste mensal com base em índices de preços ou pelo índice de poupança ou na realização de contratos de comercialização ou arrendamento mercantil de imóveis, financiamento imobiliário, ou mesmo nos títulos e valores mobiliários por eles originados, desde que em prazo superior a 36 meses.

Além disso, a Medida Provisória 2.221, de 4 de setembro de 2001 instituiu o patrimônio de afetação. Esse instituto obriga o incorporador a manter contabilidade segregada para cada empreendimento imobiliário, inclusive do patrimônio da própria empresa. O objetivo foi conceder aos mutuários mecanismo de controle sobre a incorporação, reduzindo os riscos de falência da incorporadora e permitindo que, caso esse fato ocorra, os próprios mutuários possam dar continuidade ao respectivo empreendimento.

Por fim, criou-se o Programa de Subsídio à Habitação de Interesse Social (PSH), através da Medida Provisória 2.212, de 30 de agosto de 2001. O objetivo do PSH é viabilizar o acesso à moradia para os segmentos de baixa renda, através de recursos destacados, de forma transparente, no próprio Orçamento Geral da União.

### **2.3) Acesso bancário e microcrédito**

O acesso ao mercado financeiro é um fator importante para o bem estar das famílias. Além de prover segurança aos depósitos e manutenção do poder de compra dos mesmos, o acesso ao crédito permite impulsionar atividades micro empreendedoras e possibilitar o consumo de bens duráveis. Assim, uma análise do grau de acesso da população aos serviços financeiros se torna relevante para avaliar em que medida o sistema financeiro está contribuindo para o bem-estar da sociedade.

Considerando acesso a contas bancárias, existem 60 milhões de contas correntes, para um contingente de 100 milhões de habitantes com 20 anos ou mais. Considerando que muitas pessoas têm mais de uma conta bancária, o número de excluídos ao acesso bancário parece ser relevante. Algumas medidas, no entanto, foram tomadas recentemente com o objetivo de diminuir esta situação de exclusão.

A criação da figura do correspondente bancário, a partir da Resolução CMN nº 2.707, de março de 2002, foi a mais importante delas, e teve como objetivo levar o sistema financeiro a localidades consideradas pouco atrativas para as instituições financeiras. Mediante a assinatura de um contrato entre a instituição financeira e uma determinada empresa, normalmente uma empresa local, essa última torna-se apta a prestar uma série de serviços como recepção e encaminhamento de propostas de abertura de contas de depósitos à vista, a prazo e de poupança, recebimentos e pagamentos relativos às contas acima, bem como aplicações e resgates em fundos de investimentos, execução ativa ou passiva de ordens de pagamento em nome do contratante, recepção e encaminhamento de pedidos de empréstimos e de financiamentos, análise de crédito e cadastro, execução de cobrança de títulos. O número de correspondentes bancários chegou a 23.873 em dezembro de 2002, contra 14.037 em dezembro de 2001, apresentando um crescimento de 70% em um ano. Em junho de 2003, este número já alcançava 29.704, 75% maior que as 17 mil agências bancárias. (Darcy e Soares (2003))

Num outro passo em direção a ampliação do acesso aos serviços financeiros, em junho de 2003, foi editada norma criando contas especiais destinadas a atender a população de baixa renda. O objetivo é que benefícios do governo para populações de baixa renda sejam pagos através destas novas contas. Um estudo recente preparado pelo Banco Mundial sobre o acesso a serviços financeiros conclui que, dos fatores que determinam a exclusão do acesso bancário, o mais importante é a renda, se sobrepondo a questões geográficas.

Uma outra forma de propiciar acesso é através do microcrédito, entendido como provimento de crédito produtivo a microempreendedores formais ou informais, cujo acesso a fontes regulares é restrito ou inexistente. No Brasil, a penetração do microcrédito ainda é fraca, mesmo quando comparados com países em igual nível de desenvolvimento, como outros países da América Latina. Entretanto, houve uma expansão recente neste setor a partir da segunda metade da década de 90, fundamentada principalmente, em mudanças legais e regulamentares que favoreceram a expansão e introduziram novas formas institucionais, no programa CrediAmigo, desenvolvido pelo Banco do Nordeste do Brasil , e no apoio financeiro do BNDES.

A Lei nº 10.194, de fevereiro de 2001 possibilitou a criação de Sociedades de Crédito ao Microempreendedor (SCM), sociedades semelhantes à maioria das instituições financeiras, mas com objetivo exclusivo de prover crédito a pessoas físicas e microempresas. Em junho de 2003, havia 29 SCMs em funcionamento, concentradas no Sudeste, em cidades de médio e grande porte do interior.

Outro importante mecanismo de microfinanciamento são as cooperativas de crédito. Em 95, através da Resolução CMN 2.193, foram estabelecidas as condições para a criação de bancos cooperativos, possibilitando o acesso direto do setor ao mercado financeiro, aos serviços de compensação e à conta de reservas bancárias. Em 2000, a Resolução 2.788, praticamente equiparou os bancos cooperativos aos bancos comerciais, inclusive com previsão de abertura do capital e constituição na forma de banco múltiplo. Outro fator importante é a possibilidade das cooperativas contratarem operações de crédito rural subvencionadas pela União, sob forma de equalização de encargos, permitido pela Lei 9.848, de outubro de 1999. A Resolução CMN 3.106, de junho de 2003, alterou dispositivos regulamentares aplicáveis às cooperativas de crédito, fortalecendo o papel das centrais e permitindo a criação de cooperativas de livre admissão de associados. Em dezembro de 2002, as cooperativas de crédito representavam 2,17% do patrimônio líquido da atividade bancária, e 1,77% dos depósitos.

Recentemente, em medidas editadas em junho e julho de 2003, fixou-se um percentual de 2% dos depósitos à vista que devem ser alocados para operações de microcrédito. Além do direcionamento de crédito, foi fixada uma taxa máxima de juros, bem como um prazo mínimo da operação. Os bancos podem aplicar diretamente estes recursos, ou repassar para entidades que atuem no setor de microfinanças. Essa medida segue na linha de buscar a expansão do microcrédito, mas seu teor destoa das anteriores na medida em que recorre ao direcionamento de crédito, tema que será retomado mais à frente.

## **2.4) Mercado de Capitais**

O mercado de capitais brasileiro se caracteriza por baixa capitalização, acompanhado de pouca liquidez e alto grau de concentração, tanto em questão de valor de mercado quanto em liquidez.

O valor de mercado das companhias abertas em relação ao PIB era igual a 36,6% em 2001. Comparando internacionalmente, podemos ver que este número está bastante distante de países com mercado de capitais mais desenvolvidos onde a capitalização bursátil freqüentemente supera 100% - ela chega a 137% nos Estados Unidos e 155,7% no Reino Unido. Considerando o número de empresas listadas na maior bolsa de valores do país, a BOVESPA, em dezembro de 2002 havia 412 empresas. Em 1992, 562 empresas estavam listadas na BOVESPA, o que significa uma diminuição de 27% nos últimos dez anos. Ressalte-se que neste período várias empresas que abriram capital eram empresas estatais ou consórcios criados dentro do processo de privatização, empresas que abriram para a emissão de American Depositary Receipts (ADRs) e empresas de securitização e leasing. De acordo com Rocca e Carvalho (1999), entre as empresas que abriram capital entre 1994 e 1998, 80 empresas estão nesta categoria, o que torna ainda mais significativa a redução observada no número de empresas abertas.

**TABELA 4**  
**Capitalização Bursátil (% do PIB) 2001**

Hong Kong, China	310,8	França	89,7	Portugal	42,2
Suíça	210,9	Chile	85,4	Arábia Saudita	39,3
Finlândia	157,6	Espanha	80,5	Brasil	36,6
Reino Unido	155,7	África do Sul	77,4	Turquia	32,8
Cingapura	138,3	Irlanda	72,9	Tailândia	31,5
Estados Unidos	137,2	Jamaica	59,6	Filipinas	29,9
Malásia	135,1	Dinamarca	58,8	Rússia	24,6
Luxemburgo	128,3	Alemanha	58,1	Índia	22,9
Suécia	110,8	Japão	54,4	México	20,3
Taiwan	104,4	Korea	54,3	Hungria	20,0
Austrália	101,5	Itália	48,4	Peru	18,1
Canadá	100,9	China	45,2	Indonésia	16,3

Fonte: Banco Mundial - World Development Indicators

**TABELA 5****Número de empresas listadas na maior Bolsa de Valores do país**

	1992	2002		1992	2002
EUA (NYSE)	1.750	2.366	Brasil	565	412
Reuno Unido	2.440	2.272	Suíça	470	398
Japão	1.768	2.153	Tailândia	305	398
Austrália	1.073	1.421	Tailândia	305	398
Canadá	1.119	1.287	Itália	258	295
Hong Kong	413	978	Hungria	145	289
Korea	688	679	Chile	244	246
Taiwan	256	641	México	199	169
Cingapura	194	501	Argentina	170	114
África do Sul	671	451			

Fonte: FIBV (Federação Internacional de Bolsa de Valores)

Além disso, o mercado acionário brasileiro apresenta baixa liquidez. O volume de transação em 2002 dividido pelo valor de mercado das empresas listadas (*turnover*) é de 35% no Brasil, 210,3% nos Estados Unidos e 84,4% no Reino Unido. O valor transacionado total dividido pelo PIB em 2001 é igual a 13% no Brasil, 288,5% nos Estados Unidos e 131,4% no Reino Unido.

**TABELA 6****Índices de Liquidez**

	% do PIB 2001	Razão de turnover (%) (*)2002		% do PIB 2001	Razão de turnover (%) (*)2002
EUA	288,5	210,3	Turquia	52,8	163,4
Korea	166,7	303,3	Itália	50,7	104,7
Suécia	143,7	129,7	Japão	44,1	81,1
Reino Unido	131,4	84,4	Dinamarca	43,7	74,3
Hong Kong	121,3	38,8	Tailândia	31,1	98,3
Alemanha	76,9	139,3	Malásia	23,6	17,5
Cingapura	74,0	54,0	Brasil	13,0	35,0
Canada	66,5	65,9	México	6,5	31,6
Austrália	65,3	64,3	Chile	6,4	7,4
África do Sul	61,5	78,9	Filipinas	4,4	14,8

Fonte: Banco Mundial - World Development Indicators

(\*) Total transacionado no ano dividido pelo valor de mercado médio do ano.

Considerando a frequência de negociação na BOVESPA, num levantamento feito por Rocca (2002) num período de 250 dias úteis entre setembro de 1999 e agosto de 2000, observou-se que mais da metade das empresas apresentam negociações em apenas 60 dias

de pregão ou menos, ou seja, no máximo em 24% dos pregões. Apenas 23% das empresas transacionam em mais de 200 pregões.

**TABELA 7**  
**Distribuição da presença em pregão dos papéis negociados na BOVESPA**

Período: 01/09/1999 a 31/08/2000 - 250 dias de pregão

Intervalo	Frequência	Frequência (%)	Acumulado Crescente	Acumulado decrescente	Intervalo	Frequência	Frequência (%)	Acumulado Crescente	Acumulado decrescente
1-10	198	29%	29%	100%	131-140	9	1%	69%	32%
11-20	68	10%	38%	72%	141-150	8	1%	70%	31%
21-30	40	6%	44%	62%	151-160	9	1%	72%	30%
31-40	30	4%	48%	56%	161-170	9	1%	73%	29%
41-50	14	2%	50%	52%	171-180	8	1%	74%	27%
51-60	17	2%	53%	50%	181-190	9	1%	75%	26%
61-71	29	4%	57%	47%	191-200	10	1%	77%	25%
71-80	10	1%	59%	43%	201-210	8	1%	78%	23%
81-90	18	3%	61%	42%	211-220	13	2%	80%	22%
91-100	13	2%	63%	39%	221-230	13	2%	82%	20%
101-110	9	1%	64%	37%	231-240	12	2%	83%	18%
111-120	12	2%	66%	36%	241-259	56	8%	91%	17%
121-130	12	2%	68%	34%	250	60	9%	100%	9%

Fonte: Bovespa, em Rocca (2002)

A partir destes dados fica clara outra característica do mercado brasileiro: mesmo considerando apenas as empresas que estão listadas em bolsa, poucas são as que efetivamente se beneficiam das vantagens de um mercado de capitais, que tem como um de seus papéis principais prover liquidez para os investidores. Além de pouco desenvolvido, o mercado é bastante concentrado. As vinte maiores empresas negociam 80,4% do valor total negociado. As cinco maiores negociam 46,8%. Como observado nos dados de frequência de negócios, estes se concentram em poucas empresas.



**TABELA 8****Concentração do Mercado**

<b>Participação sobre o Valor Negociado à Vista (Lote-Padrão) - em %</b>		
<b>Concentração</b>	<b>Setembro/2002</b>	<b>Setembro/2003</b>
A maior	15,5	18,2
5 maiores	46,8	38,9
10 maiores	63,4	53,6
20 maiores	80,4	73,0
30 maiores	88,5	83,2
40 maiores	93,5	88,7
50 maiores	95,7	92,4
60 maiores	97,2	95,1
70 maiores	98,1	96,8
80 maiores	98,8	97,9
90 maiores	99,2	98,5
100 maiores	99,4	99,0

Fonte: Bovespa

Outro sinal de que o mercado de capitais não tem sido um instrumento eficiente para prover recursos para as empresas realizarem novos investimentos são os dados de emissões primárias. Entre 1995 e 2002, a emissão primária de ações foi de 0,25% do PIB, atingindo o maior nível em 1998 (0,45% do PIB) e o menor em 2002 (0,07% do PIB). Para o mercado de dívidas este número, apesar de maior, ainda é bastante reduzido. Entre 1997 e 2002 a média de emissões primárias de debêntures foi de 0,95% do PIB e 0,70% do PIB para notas promissórias. Estes números são particularmente baixos quando comparados a taxas de investimento entre 17% e 20% do PIB verificadas no período.

**TABELA 9****Emissão Primária de Títulos**

	Ação		Debêntures		Notas Promissórias	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
1997	3.828	0,44%	7.518	0,86%	5.021	0,58%
1998	4.112	0,45%	9.658	1,06%	12.906	1,41%
1999	2.749	0,28%	6.677	0,69%	8.082	0,83%
2000	1.410	0,13%	8.748	0,79%	7.591	0,69%
2001	1.354	0,11%	15.162	1,26%	5.267	0,44%
2002	954	0,07%	13.391	1,01%	3.476	0,26%

Fonte: Banco Central do Brasil

O incipiente desenvolvimento do mercado de capitais pode estar relacionado a vários aspectos, entre eles: fraca proteção a investidores, baixa taxa de poupança, ou direcionamento da poupança para financiamento do setor público, dificuldade de acesso a títulos privados e alto custo envolvido com a manutenção da empresa com capital aberto.

Alguns estudos apontam que uma maior proteção aos investidores garantida por melhores regras de governança corporativa leva a um maior desenvolvimento do mercado de capitais, com maior número de firmas, maior valor no mercado e empresas com propriedade menos concentrada. (La Porta et al 1998, 1997 ).

O Brasil se caracteriza por fraca proteção aos investidores acompanhada de baixo grau de *enforcement* dos direitos existentes na legislação. Um dos pontos que pode indicar esta fraca proteção é o alto valor pago pelo controle no Brasil, tanto em termos absolutos como relativos (Zingales (2002), Valadares (2002a)). Um alto valor de controle indica que uma parcela substancial do valor da firma fica apenas com os controladores, não sendo dividido igualmente entre todos os acionistas.

**TABELA 10**  
**Prêmio de Controle como % do valor da empresa no mercado**

Prêmio de controle por país em transações em blocos de ações. O prêmio foi calculado como a diferença entre o preço pago por ação no bloco e o preço transacionado dois dias após o anúncio da transação de troca do bloco dividindo pela o preço dois dias após o anúncio da transação e multiplicado pela proporção da participação de propriedade da empresa transacionado no bloco.

	Média	Mediana		Média	Mediana
Brasil	65%	49%	Malásia	7%	5%
Tchecoslováquia	58%	35%	Suécia	6%	2%
Áustria	38%	38%	Suiça	6%	7%
Itália	37%	16%	Egito	4%	4%
México	34%	47%	Espanha	4%	2%
Turquia	30%	9%	Nova Zelândia	3%	3%
Argentina	27%	12%	Singapura	3%	3%
Colômbia	27%	15%	Austrália	2%	1%
Israel	27%	21%	Finlândia	2%	1%
Venezuela	27%	28%	França	2%	1%
Portugal	20%	20%	Holanda	2%	3%
Korea do Sul	16%	17%	África do Sul	2%	0%
Chile	15%	12%	Reino Unido	2%	1%
Peru	14%	17%	Estados Unidos	2%	2%
Filipinas	13%	8%	Canadá	1%	1%
Tailândia	12%	7%	Hong Kong	1%	3%
Polônia	11%	8%	Noruega	1%	1%
Alemanha	10%	10%	Taiwan	0%	0%
Dinamarca	8%	4%	Japão	-4%	-1%
Indonésia	7%	7%	Média	25%	19%

Fonte: Zingales (2002)

Acompanhado de um alto valor de controle observado nas transações, observa-se no Brasil uma estrutura de propriedade e controle altamente concentrada. De 325 empresas privadas listadas na Bovespa em 1996, 203, ou 63%, tinham um acionista com mais de 50% dos votos. Mais ainda, considerando todas as empresas, os três maiores acionistas detinham na média 78% das ações com direito a voto, sendo a mediana igual a 82% do capital votante. Considerando o capital total, os três maiores acionistas têm, em média, 58% do capital da empresa (Valadares (2002b)). A alta concentração de controle é um reflexo do alto valor de controle e da fraca proteção aos acionistas minoritários tendo impacto no preço de mercado das ações e, por sua vez, no incentivo à abertura de capital por parte dos controladores. Uma fraca proteção aos minoritários diminui os preços das ações negociadas pelas empresas diminuindo os benefícios de se abrir capital, na medida em que aumenta o

custo desta forma de financiamento. A alta concentração de propriedade, por sua vez, tem influência em uma menor liquidez no mercado acionário.

Alguns avanços recentes, no entanto, ocorreram em relação à proteção dos acionistas. Após a aprovação da Lei nº 9.457 de maio de 1997, que representou um retrocesso no que concerne aos direitos dos acionistas minoritários, a nova lei das Sociedades Anônimas, Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, representou uma mudança de direção, com o restabelecimento de parte de alguns direitos concedidos anteriormente à Lei 9.457 e garantia de outros, além de buscar a ampliação dos mecanismos de transparência e fiscalização das empresas. (ver BOX I).

---

#### BOX I: A Lei das S.A.

A aprovação da Lei 10.303 representou um avanço em relação aos direitos dos minoritários. Algumas das mudanças merecem destaque. A primeira delas diz respeito às regras de fechamento de capital. O fechamento de capital só será feito pelo controlador mediante a realização de oferta pública para aquisição de todas as ações em mercado por “preço justo”. Esse preço pode ser contestado por acionistas minoritários, que poderão requerer nova avaliação, desde que estes acionistas detenham pelo menos 10% das ações em circulação no mercado e que seja apontada falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado pelo controlador na definição do preço. No entanto, se o novo valor encontrado decorrente da contestação dos acionistas minoritário for inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública, estes deverão ressarcir a companhia dos custos incorridos.

A segunda mudança foi a introdução do direito de retirada caso a assembléia geral delibere pela cisão da companhia que implique mudança do objeto social, redução do dividendo obrigatório ou participação em grupos de sociedades. O direito de retirada possibilita ao acionista solicitar a companhia o reembolso do valor de suas ações. Este direito foi mantido no caso de deliberações que resultem em fusão da companhia ou sua incorporação, bem como participação em grupo de sociedades, porém condicionado agora à

inexistência cumulativa de liquidez e dispersão no mercado da respectiva espécie ou classe de ação. Este último fator representa uma menor proteção ao acionista minoritário. O fato de a ação ter liquidez não representa total segurança para o acionista minoritário, já que esta continuará sendo influenciada pelas decisões dos controladores. O acionista poderá vender sua ação no mercado, mas agora por um preço menor, se a decisão for negativa para a empresa, já que o mercado já ajustou o preço de acordo com as decisões tomadas em assembléia.

Foi restabelecido o *tag along*, ou seja, a obrigatoriedade do adquirente, em um processo de alienação do controle de uma companhia aberta, realizar oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de posse dos minoritários, de modo a lhes assegurar um preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. Cumpre lembrar que este direito já existia anteriormente à Lei 9.457, de 5 de maio de 1997, sendo de 100% do valor pago por ação com direito a voto.

Uma outra mudança importante foi na estrutura de capital social das companhias abertas, reduzindo-se o limite máximo representado por ações preferenciais sem direito a voto de 2/3 para 50% do total de ações emitidas. Este limite, no entanto, vale apenas para novas companhias ou companhias fechadas que venham abrir seu capital. Já as companhias abertas já existentes poderão manter a proporção de 2/3 de ações preferenciais em relação ao total de ações emitidas, mesmo para novas emissões de ações. Cumpre lembrar que as ações preferenciais, sem direito a voto, são amplamente utilizadas, sendo uma forma de se distanciar da regra uma ação – um voto. Em 1996, de 325 empresas analisadas, apenas 35 (11%) não tinham ações preferenciais (Valadares (2002b)).

Foi garantido, ainda, às ações preferenciais, pelo menos uma das seguintes vantagens: (i) direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a pelo menos 25% do lucro líquido do exercício, tendo prioridade no recebimento destes dividendos correspondente a, no mínimo, 3% do patrimônio líquido da ação; (ii) direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária; (iii) direito ao *tag along*, assegurado ainda o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias. Dessa forma, restitui-se uma preferência efetiva sobre a distribuição do fluxo de caixa às ações preferenciais.

Concedeu-se, ainda, aos minoritários melhores instrumentos de participação e fiscalização dos negócios das empresas. Assim, os acionistas com direito a voto com no mínimo 15% do total desse tipo de ação, bem como os detentores de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, que representem, no mínimo, 10% do capital social têm o direito de eleger, cada grupo, um membro do Conselho de Administração da empresa. Caso ambos os grupos não consigam reunir, separadamente, os percentuais necessários, minoritários e preferencialistas poderão juntar ao menos 10% do capital social para eleger um conselheiro e seu suplente. Caberá ao conselheiro representante dos minoritários a faculdade de vetar, desde que devidamente fundamentado, a escolha e a destituição dos auditores independentes.

Por fim, em relação ao Conselho Fiscal, as ações individuais dos conselheiros foram permitidas, o que se reveste de relevância, já que ampliou o raio de ação dos representantes dos acionistas minoritários.

---

Outro importante avanço recente foi a implantação do Novo Mercado pela Bovespa. O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações de empresas que se comprometem voluntariamente com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais às exigidas pela legislação. Entre as medidas consideradas está a proibição de emissão de ações sem direito a voto, manutenção de *free float* mínimo de 25% das ações, garantia de oferta de compra aos minoritários nas mesmas condições do controlador no caso de venda de controle. Além do Novo Mercado, a Bovespa criou ainda dois níveis diferenciados de governança corporativa: o Nível 1 e o Nível 2. No Nível 1 a empresa se compromete com regras que permitem, principalmente, uma melhor prestação de informação e dispersão acionária. No Nível 2, a empresa aceita além das obrigações contidas no Nível 1, um conjunto mais amplo de práticas de governança e direitos a acionistas minoritários. Hoje existem vinte e nove (29) empresas listadas no Nível 1, três (3) empresas no Nível 2 e duas (2) empresas no Novo Mercado.

Outras iniciativas também incentivam a adoção de melhores regras de governança corporativa. A resolução CMN nº 2829, estabelece limites maiores para aplicação de

recursos das entidades fechadas de previdência fechada em renda variável, caso as ações sejam de empresas que adotem melhores práticas de governança corporativa. O BNDES, por sua vez, vem exigindo das empresas a quem empresta melhores regras de governança corporativa.

Além da existência de regras, é fundamental que estas sejam cumpridas. Considerando algumas variáveis de *enforcement*, como eficiência do sistema judiciário, níveis de corrupção, risco de expropriação e possibilidade de ter seus contratos revistos por mudanças no governo, o Brasil não apresenta um alto nível de *enforcement* quando comparado internacionalmente. Numa amostra de 49 países, apenas 6 têm índices piores que o Brasil em relação à eficiência do sistema judiciário, 22 em relação à corrupção, 21 em relação ao risco de expropriação e 14 em relação a ter contratos revistos por decisão do governo.

**TABELA 11****Medidas de Enforcement**

Eficiência do sistema judiciário: escala de 0 a 10 sendo menores números, menor eficiência, índice construído pela Business International Corporation; Corrupção: Índice construído pelo International Country Risk (ICR) Escala de 0 a 10, sendo menores números, maior nível de corrupção; Risco de expropriação: Índice construído pelo ICR. Escala de 0 a 10, com menores índices maiores os riscos; Risco de quebra de contratos: Índice construído pelo ICR.

Escala de 0 a 10, sendo menores índices associados a maior risco.

	Eficiência sistema judiciário	Corrupção	Risco de expropriação	Risco de quebra de contrato
África do Sul	6,0	8,9	6,9	7,3
Alemanha	9,0	9,2	9,9	9,8
Argentina	6,0	6,0	5,9	4,9
Austrália	10,0	8,5	9,3	8,7
Áustria	9,5	10,0	9,7	9,6
Bélgica	9,5	8,8	9,6	9,5
Brasil	5,8	6,3	7,6	6,3
Canadá	9,3	10,0	9,7	9,0
Chile	7,3	5,3	7,5	6,8
Colômbia	7,3	5,0	7,0	7,0
Dinamarca	10,0	10,0	9,7	9,3
Egito	6,5	3,9	6,3	6,1
Equador	6,3	5,2	6,6	5,2
Espanha	6,3	7,4	9,5	8,4
Estados Unidos	10,0	8,6	10,0	9,0
Filipinas	4,8	2,9	5,2	4,8
Finlândia	10,0	10,0	9,7	9,2
França	8,0	9,1	9,7	9,2
Grécia	7,0	7,3	7,1	6,6
Holanda	10,0	10,0	10,0	9,4
Hong Kong	10,0	8,5	8,3	8,8
Índia	8,0	4,6	7,8	6,1
Indonésia	2,5	2,2	7,2	6,1
Irlanda	8,8	8,5	9,7	9,0
Israel	10,0	8,3	8,3	7,5
Itália	6,8	6,1	9,4	9,2
Japão	10,0	9,0	9,7	9,7
Jordânia	8,7	5,5	6,1	4,9
Kenia	5,8	4,8	6,0	5,7
Korea do Sul	6,0	5,4	8,3	8,6
Malásia	9,0	7,4	8,0	7,4
México	6,0	4,8	7,3	6,6
Nigéria	7,3	3,0	5,3	4,4
Noruega	10,0	10,0	9,9	9,7
Nova Zelândia	10,0	10,0	9,7	9,3
Paquistão	5,0	3,0	5,6	4,9
Peru	6,8	4,7	5,5	4,7
Portugal	5,5	7,4	8,9	8,6
Reino Unido	10,0	9,1	9,7	9,6
Singapura	10,0	8,2	9,3	8,9
Sri Lanka	7,0	5,0	6,1	5,3
Suécia	10,0	10,0	9,4	9,6
Suiça	10,0	10,0	10,0	10,0
Tailândia	3,3	5,2	7,4	7,6
Taiwan	6,8	8,5	9,1	9,2
Turquia	4,0	5,2	7,0	6,0
Uruguai	6,5	5,0	6,6	7,3
Venezuela	6,5	4,7	6,9	6,3
Zimbaue	7,5	5,4	5,6	5,0

La Porta et alli (1998b)



Alterações nestas variáveis são difíceis de ocorrer no curto prazo. No entanto, no sentido de fortalecer a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão fiscalizador do mercado de capitais, foram feitas algumas modificações na Lei nº 6.385 de sua criação. Seus dirigentes passaram a gozar de estabilidade, com mandatos fixos, podendo ocorrer o seu afastamento apenas nos casos de (i) renúncia, (ii) condenação judicial transitada em julgado ou (iii) processo administrativo disciplinar instaurado pelo Ministro da Fazenda. Os processos conduzidos no âmbito da CVM passam a contar com ampla publicidade, uma vez que todos os documentos e autos de processos administrativos serão acessíveis ao público, ressalvados casos especiais ou definidos em lei. Ampliou-se, ainda, o escopo de atuação da autarquia, que passa a ser legalmente responsável por disciplinar e fiscalizar (i) a negociação e intermediação no mercado de derivativos, (ii) a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de mercadorias e futuros e (iii) os serviços de consultor e analista de valores mobiliários. Por fim, a Lei 10.303, de outubro de 2001, incluiu entre o rol de valores mobiliário sujeitos ao regime da Lei 6.385 de 1976 os contratos futuros, de opções e outros derivativos cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; as notas comerciais; as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos, além de quaisquer contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes.

Um dos mecanismos para garantir financiamento a empresas que ainda não participam ativamente do mercado de capitais é o desenvolvimento dos fundos de *private equity* e *venture capital*, ainda incipiente. Com objetivo de regulamentar a constituição, o funcionamento e a administração destes fundos, a CVM aprovou a Instrução 391, de julho de 2003, que, inclusive, incentiva algumas boas práticas de governança corporativa para as empresas que serão alvo de investimento destes fundos.

Não existe ainda a cultura de aplicação em ações por parte dos investidores pessoa física. No entanto, algumas iniciativas com o objetivo de popularizar o acesso ao mercado de capitais foram tomadas recentemente. Em primeiro lugar, houve a criação do *home broker*, implantado em março de 1999 pela BOVESPA e que possibilita o investimento em ações pela internet. O objetivo de sua implementação foi agilizar e simplificar as operações

de compra e venda de ações, permitindo uma maior participação de pessoas físicas no mercado de valores mobiliários.

Em segundo lugar, houve a venda de ações da Petrobrás, em agosto de 2000, e Vale do Rio Doce (CVRD), em março de 2002 de forma pulverizada. Dessa forma, 28,48% do capital votante da Petrobrás e 3,5% do capital votante da CVRD foram vendidos não em bloco como no passado, mas de forma pulverizada, permitindo a utilização de até 50% dos recursos acumulados no FGTS, além de oferecer desconto, 20% no caso Petrobrás e 5% no caso CVRD, sobre o preço das ações a todos os investidores de varejo no Brasil. Foram as primeiras ofertas de ações de empresas que tiveram como objetivo a diversificação da base dos investidores.

Um dos aspectos ressaltados como inibidor de desenvolvimento do mercado de capitais é o baixo nível de poupança de longo prazo na economia, acompanhado pelo elevado *crowding out* provocado pelo setor público. Uma das formas de atuar em pelo menos um destes aspectos estimulando o aumento da poupança de longo prazo é incentivar o desenvolvimento dos setores de previdência complementar. Tendo isso em mente, iniciou-se uma ampla reforma no marco regulatório da previdência que teve como primeiro passo a aprovação da Emenda Constitucional nº 20, de 1998.

A Lei Complementar nº 109, de 30 de maio de 2001, define as regras que norteiam o funcionamento e o desenvolvimento do sistema previdenciário, tanto aberto quanto fechado. A nova Lei enfatiza os aspectos da fiscalização exercida pelo Estado e o acesso pleno de participantes e assistidos às informações relativas à gestão dos planos de benefícios; introduz conceitos como portabilidade, benefício proporcional diferido e instituidor; explicita a existência jurídica dos planos de contribuição definida e das entidades fechadas multipatrocinadas; além de alterar o foco da regulação para o plano de benefícios de caráter previdenciário e não mais para a entidade.

A Lei Complementar 108, de 30 de maio de 2001, dispõe sobre a relação dos entes públicos enquanto patrocinadores de entidades fechadas de previdência complementar – (EFPCs). A Lei busca impedir a utilização de recursos públicos em favor de pequenos grupos na forma de aportes para cobertura de déficits atuariais e também o contrário, a

ingerência dos governos sobre os recursos acumulados com o objetivo de prover os servidores. A Lei dita, ainda, regras de estrutura organizacional para estas EFPCs com o objetivo de garantir a atuação dos participantes na gestão e administração.

Está hoje em votação no Congresso Nacional uma reforma previdenciária. No âmbito desta reforma está a criação de uma previdência complementar para os funcionários públicos, criando mais um mecanismo de poupança de longo prazo. O sistema previdenciário hoje do setor público é do tipo “*pay as you go*” sendo garantido ao servidor um benefício igual ao último salário. O objetivo é passar a ter, com o fim de complementação salarial a partir de determinado teto, a instituição de fundos de pensão para estes servidores.

Temos, ainda, a já citada Resolução CMN nº 2829, de abril de 2001, que definiu diretrizes para aplicação de recursos das entidades fechadas de previdência privada. Dessa forma, a Resolução impõe maior transparência na definição e nos resultados da política de investimento adotada, estabelece limites para aplicação em investimentos de renda fixa e renda variável que dependem das avaliações das agências de *ratings* e das práticas de governança corporativas adotadas pelas empresas.

No campo da previdência complementar aberta, houve a instituição do Plano Gerador de Benefícios Livres (PGBL), em 1998, que permite a dedução de sua aplicação na base de cálculo do Imposto de Renda, até um determinado limite, sendo diferido até o momento do recebimento dos benefícios em forma de renda, da mesma forma que o imposto de renda sobre ganhos de capital. Houve também aperfeiçoamentos de outros produtos, de forma a propiciar uma oferta diferenciada aumentando o universo de segurados. A criação destes produtos de natureza previdenciária veio acompanhada também de uma preocupação com transparência e solvência atuarial dos mesmos, com aperfeiçoamento e implementação de várias exigências. A indústria de previdência aberta tem apresentado um crescimento recente, apesar de ainda ser incipiente. Em setembro de 2003, de acordo com dados da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), o patrimônio líquido dos fundos de previdência aberta era de cerca de R\$ 18 bilhões contra R\$ 10,9 bilhões em dezembro de 2002.

## 2.5) Sumário

Como se pode constatar pela extensa descrição anterior, o conjunto de medidas e iniciativas voltadas para aperfeiçoar o sistema financeiro tomado nos últimos anos foi amplo e diversificado.

Em linhas gerais, as iniciativas adotadas podem ser classificadas em dois grupos. Em um primeiro grupo estão aquelas que buscam atingir deficiências estruturais do sistema financeiro brasileiro – tais como acesso da população ao sistema financeiro, deficiências do mercado de capitais, e outras. O segundo grupo está diretamente relacionado ao recente processo de estabilização da economia brasileira. Nesse último conjunto, há medidas voltadas tanto para promover a adaptação do sistema financeiro ao novo ambiente de estabilidade de preços, como aquelas que, aproveitando o novo ambiente macroeconômico, pretendem criar novos mecanismos para reduzir os *spreads* bancários e estimular a oferta de crédito para o setor privado. Entre as primeiras estão todas as medidas de saneamento do sistema bancário, enquanto entre estas últimas destacam-se os diversos novos instrumentos financeiros criados para tornar mais ágil o processo de execução de garantias.

Uma avaliação do impacto deste conjunto de iniciativas é ainda prematura, dado que algumas destas medidas são muito recentes. Entretanto, em linhas gerais, parece razoável registrar que as medidas de adaptação parecem ter sido bastante bem sucedidas, evitando crises sistêmicas no sistema financeiro, com custo fiscal relativamente baixo, como visto, e consolidando a hígidez do sistema financeiro. Já o impacto das medidas estruturais se dá necessariamente a mais longo prazo. Ainda assim, vale registrar os avanços obtidos com a criação da figura do correspondente bancário e outras medidas visando prover a conexão de parcela da população com os instrumentos financeiros. Por fim, as medidas para relançar o crédito e baixar seu custo não resultaram em efeitos significativos ainda, o que pode se explicar tanto por serem recentes, como pela volatilidade macroeconômica que se manteve na economia brasileira nos últimos anos.

Tal como concluem Goldfajn et alli (2003), o sistema financeiro brasileiro, reformulado pelas mudanças que foram introduzidas após a estabilização, parece ter sido capaz de absorver choques e distribuir adequadamente riscos, sem que a economia tenha

entrado em um processo de desintermediação financeira, mesmo em um período de elevada volatilidade da taxa de juros e de taxa cambial.

No entanto, como amplamente reconhecido, é longa a lista de imperfeições remanescentes no sistema. O volume de crédito como proporção do PIB é baixo, não existe oferta de crédito privado de longo prazo e o *spread* bancário segue sendo muito alto.

Um ponto a destacar é que o Brasil passou por uma importante transição política em 2002. O relato das medidas adotadas apresentado anteriormente não distinguiu medidas adotadas pelo governo anterior daquelas adotadas pelo novo governo.

O aspecto positivo a destacar é que houve uma continuidade tanto do diagnóstico como da direção das medidas tomadas. O governo anterior deixou pronto um diagnóstico abrangente sobre as razões que explicam a insuficiente e inadequada oferta de crédito bancário no Brasil e sobre outros aspectos do sistema financeiro. O novo governo, por meio do Ministério da Fazenda, acolheu as linhas gerais do diagnóstico anterior na área do crédito e tem dado a continuidade das ações iniciadas no governo anterior em diversos segmentos do mercado financeiro.

A aprovação da emenda constitucional 53, que abre espaço para ampla reformulação das diversas áreas do sistema financeiro, incluindo a concessão de autonomia operacional para o Banco Central, e a aprovação, na Câmara dos Deputados, do projeto de nova Lei de Falências<sup>6</sup> são os melhores exemplos dessa continuidade.

Por outro lado, como se destaca mais à frente, há uma sutil mudança de ênfase, com algumas ações voltadas menos para a obtenção de resultados de longo prazo e sim para resultados mais imediatos. Isso se manifesta em medidas que aumentam, ainda que marginalmente, o direcionamento do crédito, e parece estar associado a uma preocupação com estabelecer mecanismos que levem a uma recuperação econômica mais rápida. De todo modo, o que nos parece fundamental destacar aqui é a convergência de diagnósticos, que permite antever impactos positivos no futuro na construção de um sistema financeiro que acabe por apoiar mais fortemente o crescimento sustentado da economia.

### **3) – A situação atual e a agenda pendente**

Uma pergunta encontrada na literatura é porque sistemas financeiros se encontram em estágios de desenvolvimento tão distintos nos diversos países. Levine, Loayza e Beck (2000) mostram que quanto melhor o sistema legal, regulatório, o grau de cumprimento a contratos e as regras para publicação de informação pelas empresas, maior o desenvolvimento do sistema financeiro. No mesmo sentido, La Porta et al (1997) mostram que maior proteção aos investidores leva a um maior desenvolvimento do mercado de capitais.

Procuramos mostrar, em seguida, quais são os possíveis entraves para o crescimento da intermediação financeira na economia, com o aumento do crédito e o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Como vimos, o Brasil passou e ainda está passando por várias mudanças e reformas com impacto direto sobre o funcionamento do sistema financeiro.

De forma resumida, o que parece essencial é saber que mudanças são ainda requeridas para que o sistema financeiro cumpra seu papel de intermediação para apoiar o crescimento econômico.

A tarefa é dificultada porque algumas das mudanças mencionadas ou foram implantadas muito recentemente, de sorte que seus efeitos podem ainda tardar a aparecer, como algumas delas estão em pleno processo de implementação – para exemplificar, uma medida fundamental na área de garantias, a Lei de Falências, está aprovada na Câmara, mas ainda aguarda para ser votada no Senado, enquanto outra medida igualmente importante na área de tributação, a criação de uma conta investimento isentando da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) a movimentação entre aplicações financeiras, foi apenas anunciada como intenção.

De toda sorte, parece haver consenso que se está em um longo processo de remontagem do sistema financeiro e que mais mudanças são desejáveis para que o sistema atue de forma mais incisiva para o desenvolvimento.

---

<sup>6</sup> Os elementos essenciais da nova lei de falências são analisados na seção que discute a agenda pendente na

Uma parte das mudanças requeridas continua fora do âmbito de políticas microeconômicas voltadas para o sistema, tendo relação com a continuidade do outro conjunto de reformas por que passa a economia brasileira, que é o aperfeiçoamento do arcabouço macroeconômico do Brasil. Parece ser redundante voltar a insistir nesse ponto, mas novos avanços nas reformas estruturais e a própria continuidade do ajuste fiscal seguem sendo fundamentais – nunca é demais lembrar, a curto e médio prazo, pelo menos, o piso da taxa real de juros é definido pela política fiscal. Medidas de caráter institucional, por sua vez, como a concessão de autonomia operacional ao BCB, seguem sendo importantes para diminuir a vulnerabilidade da economia a choques externos e para a consolidação do novo ambiente macroeconômico brasileiro.

A dimensão do *crowding out* provocado pelo setor público é vista pelos dados abaixo. Entre 1995 e 2003 (dados para setembro – acumulados doze meses), a média do déficit nominal acumulado 12 meses foi de 6,7% do PIB. O déficit operacional, apesar de ser bem menor que o nominal, chegou a 7,4% em 1998. Acoplado a estes números temos uma elevada taxa de juros real, tornando não atrativos vários projetos no setor privado. Apesar de estarmos novamente numa trajetória de taxa de juros decrescente, os títulos do Tesouro Nacional indexados à inflação exigem hoje cupom acima de 8%.

**TABELA 12**

	Déficit Nominal (% do PIB)	Déficit Operacional (% do PIB)	Taxa de Juros Real (Deflacionada pelo IPCA) (%)
1995	7,28	5,00	26,2
1996	5,87	3,40	16,4
1997	6,11	4,31	18,7
1998	7,93	7,40	27,2
1999	9,98	3,41	15,6
2000	4,48	1,17	11,0
2001	5,16	1,39	9,1
2002	10,46	(0,01)	5,8
set/2003(*)	3,71	(3,05)	7,8

(\*)acumulado 12 meses

Fonte: Banco Central do Brasil

Além da instabilidade macroeconômica que caracteriza cronicamente o Brasil e a elevada remuneração real dos títulos públicos, há outros fatores negativos que afetaram e continuam afetando o crédito bancário ao setor privado, entre eles, a exagerada carga de impostos incidente sobre a intermediação financeira, o excessivo percentual de recolhimento compulsório ao Banco Central, o alto risco de inadimplência percebido pelos agentes financeiros e a insuficiente competição em certos segmentos do mercado.

Esse estado de coisas indica que a melhoria da situação macroeconômica não será por si só suficiente para gerar uma expansão robusta do crédito, nem para provocar uma queda substancial dos *spreads* bancários. O peso dos problemas microeconômicos no mercado de crédito segue sendo elevado, de forma que uma eventual recuperação da oferta nesse mercado poderá ficar restrita apenas aos empréstimos e financiamentos de curto prazo.

Em suma, parece não haver dúvida também que existe uma miríade de distorções microeconômicas que elevam a taxa de preferência intertemporal e reduzem a produtividade dos investimentos, distorções cuja correção se convencionou chamar agenda microeconômica de reformas.

O custo das operações de crédito é determinado por três principais componentes, além da já apontada absorção de poupança privada para o financiamento do setor público: i) a estimativa de inadimplência e o custo de recebimento das eventuais garantias concedidas; ii) a cunha fiscal existente tanto nas operações de captação quanto de empréstimos bancários; e iii) o custo administrativo e a margem líquida dos intermediários financeiros.

Seguindo essa decomposição simples, analisamos a seguir algumas sugestões para avançar na reforma do sistema financeiro nas três áreas correspondentes aos temas acima mencionados, respectivamente: i) garantias; ii) tributação; e iii) concorrência. Além dessas áreas, identificamos outras três nas quais reunimos algumas sugestões, a saber: iv) acesso; v) mercado de capitais (exceto tributação); e vi) algumas questões longo prazo, incluindo crédito para habitação e mercado de seguros e resseguros. A seguir apresentamos as principais idéias e pontos que julgamos merecer atenção em cada uma dessas áreas.



### 3.1) Garantias

A forma mais eficaz de baixar o *spread* cobrado a consumidores e empresas é através da melhoria da qualidade das garantias. Esse parece ser um diagnóstico consensual no Brasil.

O diferencial de *spread* observado nas diversas modalidades de crédito no Brasil reforça esta visão. Ele reflete, além de diferenças nos custos de transação, a probabilidade de não pagamento da dívida e os custos adicionais incorridos para o recebimento das garantias, aí incluído o período de tempo esperado até o efetivo recebimento das mesmas. A menor inadimplência no caso dos veículos (para operações acima de 90 dias), modalidade de financiamento na qual a alienação fiduciária assegura àquele que concede o crédito a retomada do bem, ilustra o papel da qualidade das garantias para a formação do *spread* bancário.

**TABELA 13**  
**Inadimplência (%) Outubro 2003**

Impedimento (%) Outubro 2000			
Pessoas Físicas	Cheque Especial	15 a 90 dias	2,3
		Acima de 90 dias	7,0
	Crédito Pessoal	15 a 90 dias	6,0
		Acima de 90 dias	7,6
	Aquisição de Bens e Veículos	15 a 90 dias	8,1
		Acima de 90 dias	3,2
	Aquisição de Outros Bens	15 a 90 dias	8,1
		Acima de 90 dias	11,8
Total	15 a 90 dias	7,1	
	Acima de 90 dias	7,4	

Fonte: Banco Central do Brasil

Outros trabalhos confirmam que a inadimplência e a procrastinação do pagamento de débitos estão entre os principais fatores que explicam o elevado *spread* bancário no Brasil. Cardoso e Koyama (2002) analisam a cunha fiscal sobre a intermediação financeira e concluem que a inadimplência é responsável por uma parcela significativa do *spread* bancário.

O crédito habitacional oferece um exemplo emblemático da importância das garantias. No Brasil esse setor tem se caracterizado por inúmeros problemas que se acumulam para os bancos que entraram nesse mercado, bem ao contrário do que ocorre nos países desenvolvidos. Parte das dificuldades nesse segmento está obviamente ligada aos problemas macroeconômicos - taxas reais de juros elevadas e voláteis não são compatíveis com crédito de longo prazo. Mas é inegável também que a insegurança jurídica nas relações contratuais – que explica parte da elevada taxa de inadimplência no segmento - tem sido um das mais importantes causas do colapso do crédito habitacional no Brasil. Esse problema pode ser um obstáculo à retomada em larga escala desse tipo de crédito, mesmo que as condições macroeconômicas continuem melhorando apreciavelmente nos próximos meses.

Consoante com este diagnóstico, boa parte dos esforços recentes no Brasil na área de reformas microeconômicas tem tido como ponto focal a questão das garantias. Estes avanços já foram relatados na seção anterior, cabendo agora discutir o que resta a ser feito nesta área. Aqui nos parece essencial separar medidas de consolidação do que já foi feito de novas medidas a serem tomadas.

De fato, boa parte das medidas já adotadas está em estado jurídico ainda precário. São medidas provisórias, editadas antes da mudança na legislação que rege a edição desse instrumento, e que acabaram nunca sendo votadas pelo Congresso Nacional. Embora tenham força de lei, essas medidas provisórias, se aprovadas pelo Congresso, poderão ajudar na diminuição do *spread* bancário, ao consolidar sua situação jurídica. Entre elas está a medida provisória que cria a Cédula de Crédito Bancário. A Cédula de Crédito Bancário tem como finalidade reduzir os custos da recuperação de crédito na Justiça. Por ser instrumento de trâmite simples - ela elimina a fase de reconhecimento da dívida que pode demorar até três anos -, ajuda na redução do custo do dinheiro. Também se inclui nesta lista a medida que estende a aplicação de alienação fiduciária em garantia para bens e direitos (títulos, por exemplo), como no financiamento para a compra de automóveis; e a que permite acordo para compensação e liquidação de obrigações no âmbito do sistema financeiro. Tal acordo não seria afetado pela decretação de insolvência civil, intervenção,

falência ou liquidação extrajudicial, estando a compensação sujeita apenas à existência de saldo nas relações com a parte insolvente.

A conversão de medidas provisórias em Lei é indispensável para trazer maior segurança jurídico-institucional aos agentes financiadores. Isso é particularmente importante dado o contexto de amplo contencioso jurídico sobre questões financeiras, em que a interpretação dos tribunais tem se mostrado muitas vezes mais relevante que a letra da lei. A lista de medidas se completa com a aprovação definitiva da nova Lei de Falências (ver Box II).

---

#### BOX II A nova Lei de Falências

O que vem sendo chamado de nova lei de Falências, em processo de aprovação no Congresso Nacional, compõe-se na verdade de duas leis. A primeira é uma alteração no Código Tributário Nacional que essencialmente altera a ordem de preferência dos créditos com garantias reais na falência, que passam a ter igualdade de condições com os créditos tributários e elimina a chamada sucessão tributária, que determinava que o comprador da massa falida se responsabilizava pelas dívidas fiscais e trabalhistas.

A segunda é a nova lei de falências propriamente dita, que introduz pelo menos 4 mudanças importantes, a saber: a) substitui a figura da concordata pela da recuperação judicial, mecanismo mais abrangente e flexível para renegociação de dívidas; b) cria a figura da recuperação extrajudicial, incentivando negociações informais e permitindo que estes acordos sejam homologados pela justiça; c) em caso de falência, estabelece como prioridade a venda em bloco dos ativos; e d) concede às micro e pequenas empresas tratamento mais favorável e menos burocrático.

Embora tenha passado por longa negociação e tenha tido várias versões, a principal alteração que constava do projeto original do Executivo e que não foi aprovada foi a previsão do estabelecimento de um limite superior para o recebimento dos créditos trabalhistas. O objetivo dessa limitação da garantia para os créditos trabalhistas era limitar o

pagamento de altos salários por proprietários e dirigentes como mecanismo para a redução dos recursos da massa falida, em prejuízo dos trabalhadores e demais credores.

A nova lei de falências vai permitir maior integração dos trabalhadores e demais credores na gestão das empresas em dificuldades. Também cria mecanismos que garantem a transferência mais rápida e eficiente dos ativos, com maior probabilidade de preservação da estrutura produtiva e empregos. Por fim, define de forma mais apropriada, ainda que incompleta em função da mudança acima mencionada, os direitos de propriedade sobre os recursos arrecadados com a venda de ativos.

A substituição da atual concordata é particularmente positiva, já que se trata de instrumento limitado e pouco flexível. Raramente termina como previsto na lei, culminando com a decretação de falência. A falência por sua vez, tem se caracterizado por um procedimento lento e burocrático, no qual a empresa é fechada e lacrada, a sucessão tributária afasta potenciais compradores dos ativos da massa falida e os credores não participam do processo.

Diante disso, a nova legislação, mesmo o projeto original tendo sofrido alguma diluição, avança na direção da definição de um sistema de incentivos econômicos mais eficiente, e vai contribuir para a criação de um ambiente institucional mais favorável à realização de operações de crédito, com redução do risco de crédito e do risco legal. Deve, portanto, quando aprovada pelo Senado, contribuir para dar maior segurança aos credores, possibilitando a redução dos *spreads* bancários e a expansão do mercado de crédito.

---

Certamente, é preciso melhorar a qualidade e a disseminação de informações sobre potenciais devedores, inclusive com a criação de cadastros positivos de informações. Restrições legais que hoje impedem a utilização de cadastros positivos de forma ampla poderiam ser revistas. Uma ação aqui é incentivar os esforços de aperfeiçoamento das centrais de informação de crédito, tais como Serasa e Central de Risco do Banco Central, permitindo que os tomadores de empréstimos sejam distinguidos por seus históricos positivo e negativo. Em relação ao histórico positivo pode-se utilizar não apenas os

históricos de informações de crédito, mas também dados de pagamento de serviços públicos essenciais.

Uma terceira ordem de considerações, que pode ser mais propriamente definida como uma agenda defensiva, diz respeito à necessidade de manter o foco ajustado em mudanças estruturais, cuja maturação é naturalmente mais de longo prazo. Trata-se de evitar retrocessos, em uma área em que, pelo menos ao nível de diagnóstico, se logrou obter um grau elevado de consenso.

Entretanto, algumas medidas recentes, que parecem fortemente influenciadas pelo desejo de acelerar a retomada do crescimento, sugerem que o governo está preferindo ações pontuais no mercado de crédito, cujos resultados julga mais imediatos. O estabelecimento do direcionamento de recursos do compulsório para o microcrédito, a criação de uma linha de crédito de R\$ 200 milhões, com recursos do FAT, para o financiamento da aquisição de eletrodomésticos por pessoas físicas e a edição da medida provisória que permite a concessão de crédito pelos bancos aos trabalhadores com consignação em folha de pagamento são medidas que, independente de méritos específicos que algumas delas possam ter, nem sempre se coadunam com o espírito do diagnóstico mais geral.

Isso vale principalmente para as duas medidas que aumentam o direcionamento do crédito, por mais que sejam modestos os valores envolvidos. Estas medidas representam um retrocesso na diminuição de subsídios implícitos existentes com o crédito direcionado.

No caso da proposta relativa aos financiamentos com consignação em folha, embora tenha caráter mais "horizontal" e acarrete menos distorções no mercado de crédito, pode se tornar inócua no médio prazo, na medida em que essa modalidade não representar uma efetiva melhora da qualidade da garantia de adimplência nos financiamentos a pessoas físicas. À primeira vista o ponto principal da medida é justamente melhorar as condições de garantias contribuindo com a redução das taxas de juros cobradas para estes empréstimos. O crédito bancário é concedido a um potencial tomador e seu pagamento, em parcelas, fica consignado em folha de pagamento. O mecanismo é simples e antigo: o empregado, regido pela Consolidação das Leis do Trabalho –(CLT), autoriza de forma irrevogável e irreatável o desconto em folha de pagamento de valores referentes ao pagamento de

empréstimos e financiamentos bancários, arrendamentos mercantis aí incluídos. Há ainda expectativa de que, por meio de leilão, a instituição consignatária possa fixar melhores taxas de juros com os sindicatos.

No entanto, um ponto importante na referida medida é acompanhar seu entendimento pela Justiça. A consignação em folha pode não representar uma efetiva redução da possibilidade de inadimplência, tendo em vista a anacrônica visão da Lei e da Justiça brasileiras, que consideram o trabalhador como hipossuficiente para contratar. Ao juntar numa mesma figura o trabalhador e o devedor de banco, a nova MP abre à Justiça do Trabalho a possibilidade de decidir sobre questões relativas ao crédito, o que pode piorar os incentivos para a inadimplência. Ao invés de se ter a aplicação do Código de Defesa do Consumidor ao crédito bancário, as instituições financeiras se defrontarão com a aplicação da CLT e de outras leis trabalhistas. Tal discussão pode acarretar o confronto de dois direitos fundamentais: o direito ao crédito (a promessa de pagamento no futuro por uma contraprestação no presente) e um direito a alimentos (lembrando que o salário contribui para a sobrevivência). A regra de que os alimentos são impenhoráveis foi instituída pelo Estado com o objetivo de proteger o cidadão contra os riscos e males da sociedade, essencialmente os que atingem as esferas mais importantes da vida do ser humano - a alimentação, a saúde, o trabalho e a assistência social. O que a MP pretende fazer, por seu turno, é melhor a garantia do crédito bancário. É uma medida correta, mas pode criar uma indesejável mistura com a legislação trabalhista.

Esses comentários trazem à luz o último conjunto de preocupações que uma agenda positiva na área de melhoria da qualidade das garantias no Brasil. Tal como em outras áreas das relações da sociedade civil com os poderes públicos, há uma percepção cada vez mais forte que o foco da agenda está se movendo na direção do poder judiciário, mais do que propriamente no executivo e no legislativo, como é tradição. Mais do que boas leis, o a restrição hoje existente na área de crédito parece estar cada vez mais na interpretação dessas leis, prerrogativa do poder judiciário.

Vários elementos concorrem para a avaliação segundo a qual é crescente a influência do sistema legal no *spread* bancário. A divergência de interpretação entre os juízes a respeito de diversos aspectos da lei, entre os quais a legalidade da utilização de

taxas de juros compostas (conhecido como anastocismo), as decisões referentes a contratos de compra de bens duráveis com indexação cambial e a própria morosidade do processo judicial no Brasil estão esses fatores. Apenas para exemplificar, uma ação de reconhecimento de dívida no Brasil pode levar de 5 a 7 anos, e uma ação de execução chega a se prolongar por números semelhantes. Nessas circunstâncias, a cobrança judicial deixa de ser vista pelos devedores como forma crível de recuperação do crédito, incentivando-os a recusar qualquer tipo de negociação extrajudicial.

Embora se possa dizer que é tradição no Brasil a adoção, pela justiça, de uma postura pró-devedor, o fato é que o poder judiciário no Brasil tem crescentemente se politizado, de tal modo que, levados a optar entre o respeito aos contratos e sentenças que buscam “justiça social”, mesmo que violando contratos, escolhem a segunda alternativa. Pinheiro (2001) apresenta pesquisa segundo a qual 73% dos juízes consultados preferem fazer justiça que cumprir contratos. Assim, além da preocupação com a melhora do arcabouço legal, deve-se também acompanhar o seu entendimento pela Justiça. Isto vale não apenas para a garantia do desconto em folha de pagamento, mas também para a toda a nova legislação envolvendo o setor de crédito nos últimos anos.

Informações recentes dão conta de um expressivo crescimento no número de ações ditas revisionais, solicitando revisão dos encargos financeiros em contratos de financiamentos diversos, que vão desde capital de giro até automóveis e imóveis. As contestações pedem a redução dos juros com base na limitação de 12% prevista na Constituição Federal – revogada pela aprovação da Emenda Constitucional 53 - e no teto de 6% anuais supostamente garantidos na antiga Lei de Usura, da década de 1930. Embora com decisões definitivas a favor dos bancos no Superior Tribunal de Justiça e no Supremo Tribunal Federal, esses argumentos muitas vezes encontram respaldo entre juízes de primeira instância e tribunais estaduais, o que estimula a entrada de novos processos. Enquanto o processo não chega aos tribunais superiores, porém, as instituições financeiras ficam sem receber seus créditos<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Há expectativa que o novo Código Civil vá contribuir para ampliar esse contencioso. Os pedidos de redução de juros que chegam ao Judiciário vêm amparados na chamada teoria da imprevisão, a mesma usada quando a alta do dólar em 1999 aumentou o valor das prestações no leasing

O enfrentamento desta questão requer uma estratégia de longo prazo, visando um processo de aproximação e maior interação dos magistrados com temas da área financeira. Apesar de sua aparente modéstia, propostas como a realização de seminários, encontros e debates que reúnam magistrados, advogados e economistas podem ser importantes na conformação dessa estratégia. Uma ação junto aos tribunais superiores para que seja estabelecida jurisprudência quanto à legalidade do anastocismo e da utilização da alienação fiduciária para bens imóveis também deve fazer parte dessa estratégia. Um objetivo de longo prazo poderia ser a criação de varas especializadas para o julgamento de temas financeiros, evitando que a visão contaminada por um certo “populismo” adotada na primeira instância acabe procrastinando a recuperação de garantias.<sup>8</sup>

*Principais pontos: (i) Necessidade de aprovação pelo Congresso Nacional da Lei de Falências e das Medidas Provisórias editadas nos últimos anos; (ii) Formação de Centrais de Risco com cadastro positivo; (iii) Direcionar o foco para o judiciário, tentando impedir que a interpretação política das leis acabe por retardar os impactos positivos do avanço da legislação.*

### **3.2) Tributação**

É conhecido o fato que a incidência de tributos ("cunha fiscal") sobre o setor financeiro eleva o custo do financiamento. Mas, pelo menos até o momento, esse tema foi muito pouco abordado no recente debate em torno da reforma tributária.

Preliminarmente, é fundamental reconhecer que a economia brasileira como um todo está sobretaxada. Na presença de forte rigidez para baixo dos gastos públicos, com elevada vinculação de receitas, o aumento da carga tributária foi o instrumento encontrado para lidar com o problema de solvência do setor público. A carga tributária brasileira atingiu níveis em torno de 35% do PIB, o que pressiona fortemente diferentes bases de

---

para automóveis. Antes a teoria da imprevisão ficava restrita às relações de consumo. O novo código permite que ela seja usada em todo tipo de contrato.

<sup>8</sup> É preciso, ao mesmo tempo, tomar os cuidados necessários para minimizar os riscos de cair no problema oposto, vale dizer, em um processo de “captura” dessas varas especializadas por interesses específicos do setor, processo que, de resto, pode ocorrer também em qualquer agência reguladora.



tributação, como a folha de pagamentos, os investimentos, etc. E dificilmente será possível reduzi-la enquanto perdurar a situação de elevado endividamento e a conseqüente necessidade de produzir elevados superávits primários. Esse ponto deve ser levantado como preliminar para deixar claro que seria irrealista propor reduções substantivas na tributação do mercado financeiro. O debate quando da isenção da CPMF para aplicações em bolsa reforça essa avaliação, de que, no curto prazo pelo menos, não se deve esperar mais que avanços pontuais, na margem, nessa área.

O tamanho da carga tributária vem sendo apontado freqüentemente como um obstáculo para o desenvolvimento do mercado de capitais, já que o acesso a este mercado pode significar a saída da informalidade e, com isso, a obrigação de arcar com os custos tributários elevados. Nesta seção não estaremos discutindo o tamanho da carga tributária, mas sim características do desenho da tributação que podem influenciar negativamente o desenvolvimento do mercado de capitais, do crédito e da poupança de longo prazo, bem como algumas sugestões tópicas de mudança.

Na intermediação financeira, o elevado número de impostos, adicionado ao fato de vários incidirem em cascata, fato hoje bastante presente na estrutura tributária brasileira, contribui para uma maior diferenciação entre o custo do tomador final e o custo do investidor, com impacto final sobre o custo e o volume de crédito da economia. Desconsiderando os depósitos compulsórios, a intermediação financeira é hoje influenciada por sete tipos de tributos.

Aqui, como nos outros setores da economia, há um efeito negativo dado não só pelo tamanho da carga tributária, mas também pelo tipo de tributos, com efeitos negativos sobre o tamanho da intermediação financeira. Da mesma forma que a economia como um todo, o sistema financeiro se beneficiaria de uma tributação que se baseasse mais em tributos sobre valor adicionado do que aqueles que incidem em cascata.

Dos tributos que incidem sobre a intermediação financeira, apenas dois deles (Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL)) incidem sobre o valor adicionado, com dano à eficiência econômica. O PIS e a Contribuição para o Financiamento da Seguridade (COFINS), apesar de estarem presentes também nos outros

setores da economia, são impostos em cascata, com maiores efeitos negativos sobre eficiência econômica, na medida em que não se pode deduzir de sua cobrança despesas administrativas e com inadimplência. O FGC é cobrado com uma alíquota de 0,025% mensal sobre estoque. Apesar da alíquota ser pequena sua incidência mensal aumenta o custo para operações com prazos maiores.

A CPMF é um imposto sobre todas as movimentações financeiras na economia, incidindo sobre os estoques das operações, com alíquota de 0,38% sobre cada operação. Segundo Cardoso e Koyama (1999), este é o imposto com maior impacto na diferença entre o custo para o tomador e a taxa de remuneração ao investidor no caso de empréstimos a pessoas jurídicas. Analisamos aqui a diferença entre o custo do tomador e a taxa de remuneração ao investidor, já que a CPMF influencia o custo do tomador final, e a diferença entre o custo do tomador e a remuneração do investidor, mas não tem efeito direto sobre o *spread* bancário. Isto porque CPMF paga pelo tomador está no seu custo de tomar aquele empréstimo, mas não embutido na taxa do empréstimo tomado e a CPMF paga pelo investidor está embutida na taxa de remuneração do seu investimento que por sua vez será cobrada na cobrança ao tomador, de forma que a diferença entre as duas taxas não se altera, mas sim as taxas de juros cobradas na economia.

O Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), também é responsável por uma parcela alta do custo de tributos na intermediação financeira. Incide sobre o estoque e tem a alíquota crescente com o prazo de operação até o limite de 1,5%. Ao contrário da grande maioria dos outros impostos aqui citados, o IOF incide apenas sobre operações financeiras, não estando presente em outras atividades econômicas. Segundo Cardoso e Koyama (1999), é o segundo maior ônus tributário na intermediação financeira no caso de pessoas jurídicas. Em relação ao IOF, é importante ressaltar um ponto. Criado para ser um imposto regulatório, este parece ter se tornado um imposto com característica arrecadatória, com impactos negativos em várias operações financeiras. Um exemplo é o setor de seguros, onde sua cobrança praticamente inviabiliza o desenvolvimento de vários tipos de operações. Na verdade, um dos motivos que proporcionou a expansão da indústria de previdência privada aberta foi justamente a isenção do IOF dos fundos VGBL (Vida Gerador de Benefícios Livre) e PGBL.

Além dos impostos acima mencionados, é importante ressaltar a existência da tributação indireta sobre o sistema financeiro, que tem efeito sobre o *spread* bancário. Além dos depósitos compulsórios, que hoje representam 60% para depósitos a vista, sem remuneração, e 15% para depósitos a prazo, com remuneração, tem-se o direcionamento do crédito para financiamento de atividades específicas, como habitação e agricultura. Como normalmente este direcionamento está atrelado a um financiamento com taxa de juros subsidiadas, sua presença aumenta a taxa de juros a ser cobrada no financiamento com os chamado recursos livres das instituições. Apesar de haver um consenso a respeito do efeito do crédito direcionado, não só não houve avanço significativo nessa matéria como, mais recentemente, foram tomadas medidas na direção contrária, como a determinação do direcionamento do crédito para operações de microcrédito.

Outros efeitos que o sistema tributário provoca no sistema financeiro e também no mercado de capitais são sobre a alocação eficiente de recursos e sobre a decisão de poupança de longo prazo. No caso da alocação eficiente de recursos a CPMF é provavelmente o imposto com maior impacto. Considerando isso, as transações em Bolsa de Valores foram isentas de tributação de CPMF a partir de 2002. Esta alteração é bastante importante para o mercado de capitais já que representava um alto custo sobre as transações.

Está hoje em discussão no Executivo outra medida nessa direção que é a isenção da CPMF para troca de aplicações financeiras. Essa é uma iniciativa positiva, se for concretizada. Como se sabe, a cobrança da CPMF desincentiva os contribuintes a realizar a alocação ótima de recursos, diminuindo suas transações, e a eficiência do mercado de aplicações financeiras. Por outro lado, a diminuição de transações reduz o ganho de arrecadação do Governo.

Atualmente a incidência à alíquota zero no giro está restrita aos fundos e os grandes investidores têm a capacidade de se beneficiarem de fundos exclusivos para, na prática, ficarem dispensados da cobrança da CPMF no giro de suas aplicações. O objetivo é permitir que o que hoje funciona apenas para os grandes esteja ao alcance de todos. Portanto, com esta medida espera-se obter isonomia entre os fundos exclusivos e o restante da indústria, além de aumentar a competitividade na indústria de fundos e o giro do

mercado secundário. Contribui-se dessa forma, para uma maior eficiência na determinação dos preços no mercado secundário, na medida em que diminuem os custos de transação.

Pela atual proposta poderão ser transacionados dentro da conta de investimento: fundos de investimento financeiro (FIFs), fundo de aplicação em cotas (FACs) fundos de ações, fundos imobiliários, fundos de privatização; clubes de investimentos, poupança, Letras Hipotecárias, títulos públicos e privados comprados diretamente e derivativos (swap e futuros). Por outro lado, a negociação de ativos reais, entre outros, a compra direta de imóveis, de veículos automotores, de bens de consumo e de capital em geral, não passaria pela Conta Investimento, sendo tratada como é atualmente.

Em relação aos efeitos sobre a formação de poupança, diferentemente da prática internacional, existe hoje bitributação na maior parte dos planos de benefícios de caráter beneficiário. Além da tributação pelo Imposto de Renda no momento do pagamento de benefícios, os fundos de pensão são tributados sobre os ganhos de capital durante o período de acumulação, não havendo diferimento desta tributação. A Medida Provisória 2.222 permite que o imposto seja incidido sobre a contribuição das patrocinadoras, numa alíquota de 12%. Este tipo de tributação é um claro desincentivo à poupança de longo prazo. O ideal, de acordo com as práticas internacionais, é que a tributação ocorresse apenas no momento do resgate, sendo diferida durante o período de acumulação.

Práticas diversas foram adotadas para planos de previdências contratados por pessoas físicas livremente em bancos. Neste caso, a contribuição para previdência pode ser hoje deduzida do imposto de renda em até 12% da renda bruta anual. Para estes fundos de previdência aberta, a tributação do imposto de renda sobre o ganho de capital é diferida até o momento do resgate. Isto aumenta o rendimento no longo prazo e representa um incentivo a este tipo de aplicação. Estes fundos são caracterizados normalmente por uma liquidez menor que os fundos mais comuns no mercado, como no caso de fundos de renda fixa, que não podem diferir o imposto de renda. A tributação sobre os rendimentos dos fundos de renda fixa é mais um caso de tributação sobre poupança.

Quanto à possibilidade de se utilizar alíquotas diferentes para prazos diferentes, com o objetivo de incentivar a poupança de longo prazo, é preciso avaliar que efeito isto pode

ter sobre a alocação de recursos. O ideal seria que não houvesse desincentivo à troca de aplicações, que é importante do ponto de vista alocativo e que a tributação só ocorresse quando os recursos fossem utilizados para o consumo. Dentro da nova proposta de uma conta de investimento por indivíduo, um mecanismo que garantisse a tributação na retirada desta conta e com alíquotas decrescentes no tempo poderia ser interessante.

No entanto, muitas ainda são as distorções existentes na forma de tributação no mercado financeiro. Um exemplo é a tributação sobre as receitas financeiras advindas de operações de *hedge* no mercado financeiro. A tributação ocorre mensalmente e não é cumulativa, de forma que tributação sobre o ganho em um período não compensa a perda financeira em um período seguinte. Com o aumento das alíquotas de PIS e COFINS, visando retirar seu caráter cumulativo, aumentou-se a tributação sobre as receitas financeiras advindas destas operações. Dessa forma, há um desestímulo à manutenção dessas operações por empresas que tomam empréstimos no exterior, com aumento do custo das operações de empréstimos externos, quando incluímos os custos de *hedge* financeiro.

Na verdade, a tributação do sistema financeiro, considerando todas as operações financeiras é complexa e com distorções que minam a eficiência do mercado financeiro. Uma unificação da legislação com o objetivo de diminuir estas distorções seria importante.

Um avanço recente digno de nota foi no mercado de securitização de recebíveis. A criação FDIC ao permitir que as operações de securitização sejam feitas por fundos e não por um Sociedade de Propósito Específico, elimina a necessidade de cobrança de vários tributos como PIS, COFINS, CPMF e IR, tornando mais viável este tipo de operação.

Outro ponto importante a ressaltar é o impacto da tributação sobre a estrutura de capital da empresa. Em muitos países, como nos Estados Unidos, o sistema tributário incentiva o financiamento de projetos via endividamento, funcionando como um mecanismo para se ter empresas mais alavancadas, se financiando menos com emissão ações e mais com emissão de dívida. Isto porque o pagamento de retorno ao acionista não é dedutível do imposto de renda, enquanto os juros sobre a dívida são despesas dedutíveis. No Brasil, esta distorção foi minimizada na medida em que se criou a figura dos juros sobre

capital próprio, que permite que a remuneração ao acionista, dentro de certos limites, seja dedutível do pagamento do imposto de renda.

Por fim, uma nota relativamente otimista: o melhor que se pode esperar na área de tributação no mercado financeiro é a combinação de algumas melhoras pontuais a curto prazo e uma sinalização de redução da cunha fiscal a médio e longo prazo. Um avanço neste sentido parece estar ocorrendo na discussão da reforma tributária. Na concepção inicial da reforma, a CPMF se tornaria permanente. O relator da reforma na Câmara dos Deputados chegou a cogitar de aumentar a alíquota (para 0,5%) e criar alíquotas progressivas, o que tornaria o sistema tributário ainda mais caótico. O debate na Câmara acabou levando a que a contribuição mantivesse seu caráter de provisória, com alíquota única e limitada a 0,38%. Agora, há expectativa que as mudanças que o projeto deverá sofrer no Senado incluirão a redução progressiva da alíquota a partir de meados da década. Se essa expectativa se confirmar, não há dúvida que se constituirá em mudança significativa na conformação da cunha fiscal no médio prazo.

*Principais pontos: (i) Necessidade de unificar e simplificar a legislação do sistema financeiro com a diminuição de distorções hoje existentes. (ii) Implementação da conta de investimento já divulgada pelo governo, juntamente com diminuição a longo prazo da CPMF, hoje em discussão no Congresso; (iii) Rever a incidência do Imposto sobre Operações Financeiras sobre alguns setores;; (iv) Diminuição da tributação sobre poupança, como o caso da tributação sobre rendimentos dos fundos de pensão fechados.*

### **3.3 Concorrência**

Um dos elementos que compõe o *spread* bancário é a margem líquida dos bancos, cuja possibilidade de redução cabe ser discutida no âmbito da defesa da concorrência. A questão institucional, com definição clara de responsabilidade sobre a quem cabe julgar questões ligadas à concorrência no setor financeiro e a qual estatuto os bancos estão submetidos, é extremamente relevante.

Um projeto de lei sobre concorrência bancária, atualmente tramitando na Câmara dos Deputados, pretende regulamentar o julgamento de fusões e aquisições no setor

financeiro. Além do exame pelo Banco Central, fusões e incorporações bancárias passariam também pelo crivo dos órgãos de defesa da concorrência, como o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), a Secretaria de Direito Econômico (SDE) - Ministério da Justiça - e a Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) - Ministério da Fazenda. No caso de conduta, como uma eventual prática de cartel, o assunto seria da alçada da SDE.

Além da aprovação desse projeto de lei, caberia discutir outras ações voltadas para estimular concorrência em determinadas atividades exercidas pelos bancos, como o crédito à pessoa física e para pequena e média empresa. Isto porque é possível que haja algum tipo de segmentação de mercado na indústria bancária, de forma que o impacto da concorrência acaba por se restringir a determinadas atividades, como disponibilidade de acesso a caixas eletrônicos e agências, não chegando a outras, como operações de crédito. Esta política pode ser feita tanto através do aumento do nível de informação disponível das taxas cobradas pelos bancos nas operações de crédito, como da diminuição do custo de mudança de instituição financeira por parte do cliente. Esta última pode ser feita com a portabilidade de cadastro, que diminui o custo para o cliente na alteração de seu banco. O cliente de um banco, se desejar trocar de instituição, leva para o novo banco todo o seu histórico de relacionamento com a casa anterior.

A Resolução CMN 2.808, de 12 de dezembro de 2000, já obriga os bancos a fornecer a seus clientes, quando por eles solicitados, informações cadastrais dos dois últimos anos, compreendendo os dados pessoais, o histórico de operações de crédito e financiamento, saldo médio mensal em conta corrente e em aplicações financeiras num prazo máximo de 15 dias. Além disso, a criação de cadastros positivos também poderia facilitar este tipo de movimentação sugerida anteriormente

Registre-se que, do ponto de vista do aumento da concorrência, a medida recente de crédito com consignação em folha foi positiva, já que permite que os bancos concorram por clientes “cativos”, em função do recebimento de salários, de outros bancos.

*Principais pontos: (i) Tornar claras as responsabilidades institucionais pelas questões ligadas à concorrência no setor financeiro; (ii) Medidas que aumentem as informações disponíveis ao tomador sobre mercado de crédito são importantes; (iii) Para*

*que a competição por clientes ocorra de forma efetiva, é necessário diminuir os custos para o cliente mudar de banco.*

### **3.4 Acesso bancário e microcrédito**

Nos últimos anos foram feitos muitos avanços neste segmento, com a implementação do correspondente bancário, a criação de novas formas de instituições para atuarem no setor de microfinanças, o fortalecimento das cooperativas de crédito. Neste ano, novas medidas foram implementadas com o objetivo de fortalecer o segmento de microfinanças. Entretanto, várias destas medidas adotam conceitos que podem não ser os melhores do ponto de vista de sua sustentabilidade considerando seus custos, tais como o aumento do direcionamento do crédito. Abaixo, faremos um relato do que consideramos as melhores práticas, analisando as últimas medidas tomadas. Um estudo recente sobre acesso ao sistema financeiro brasileiro foi feito pelo Banco Mundial e esta seção o utiliza como base.

Quando se analisam os fatores que determinam a exclusão do acesso bancário, o mais importante é a renda, se sobrepondo a questões de geográficas. Além disso, de uma forma geral, o que se observa é que bancos privados já estão atendendo os pequenos clientes. Não há um papel dominante para os bancos públicos para estes clientes, com exceção de alguns serviços. Dessa forma, uma política que vise o incentivo ao acesso a um grupo excluído deveria focar na criação de contas simplificadas, com custo mais baixo, que garantissem acesso a apenas alguns serviços como depósitos e pagamentos e fossem de mais fácil abertura. As tarifas destas contas deveriam ser sustentáveis no longo prazo, sendo autofinanciáveis, mas a mais baixa possível, conseguido através de medidas que visassem a redução de seu custo.

Neste sentido, em junho de 2003, conforme mencionado anteriormente, foi editada norma criando contas especiais destinadas a atender a população de baixa renda. O objetivo é que benefícios do governo para populações de baixa renda sejam pagos através destas novas contas. Entretanto, uma das características destas contas é a proibição de cobrança de tarifas, o que acaba significando uma tributação indireta sobre os bancos.



Em relação à oferta de microcrédito, as medidas nesta área deveriam evitar a alocação quantitativa de crédito e aceitar taxas mais próximas de taxas de mercado, de forma a garantir a sustentabilidade a longo prazo dos agentes atuando neste mercado. Na hipótese de participação do setor público, deveria ser considerado fornecimento de garantias parciais ou seguros de crédito para empréstimos de excluídos. É importante que exista risco por parte do setor privado, para que haja preocupação com a alocação ótima dos recursos. Dessa forma, mecanismos de equalização total das taxas de juros retirando o risco do credor, hoje utilizados em alguns programas, devem ser desincentivados. Outro ponto importante é o direcionamento de crédito acompanhado de taxas subsidiadas. Este tipo de medida aumenta o custo do setor bancário representando uma tributação indireta. No entanto, recentemente, algumas medidas foram tomadas num sentido oposto ao proposto, ou seja, aumentando o direcionamento do crédito dos bancos para estas operações de microcrédito, 2% dos depósitos, com teto para taxas de juros. Além disso, várias instituições de microfinanças brasileiras aproveitaram o acesso privilegiado aos financiamentos do BNDES à taxa de juros de longo prazo (TJLP).

A associação entre organizações de microcrédito e bancos é bem vinda, na medida que ajuda a profissionalizar este mercado. Existe algum avanço, ainda incipiente, neste aspecto, com alguns bancos criando subsidiárias para este fim.

Outra questão importante é a necessidade de harmonização ou mesmo unificação da legislação que hoje se encontra bastante pulverizada. Isto vale não só para instituições que atuam com foco em microfinanças, mas também para aquelas empresas não financeiras atuando neste setor, como empresas de *factoring*. É preciso não esquecer que estas empresas de fora do sistema financeiro tiveram papel significativo no fornecimento de crédito para pequenos negócios em vários países.

*Principais pontos: (i) Deve-se intensificar os avanços na criação de contas simplificadas com menor custo de manutenção evitando, no entanto, subsídios indiretos; (ii) Em relação ao microcrédito, deve-se diminuir o direcionamento do crédito, com taxas mais próximas de mercado, garantindo a sustentabilidade a longo prazo deste mercado. É importante que parte do risco seja alocada ao setor privado. (iii) Associações entre bancos*

*e organizações de microcrédito são importantes para a profissionalização destas últimas;*  
*(iv) Necessidade de se harmonizar a legislação.*

### **3.5 Mercado de Capitais**

Desenvolver o mercado de capitais significa aumentar o número de empresas com acesso a essa nova forma de captação e aumentar a liquidez dos títulos em mercado, com o aumento da valorização destes títulos. Estes objetivos obviamente se interceptam, na medida em que uma melhor valoração e liquidez dos títulos é um incentivo natural a um aumento do interesse das empresas em utilizar esta forma de captação.

As evidências empíricas disponíveis sugerem que o aumento da proteção aos investidores minoritários constitui um mecanismo importante para desenvolver o mercado de capitais. Maior proteção induz a uma melhor valoração das empresas no mercado, aumentando o incentivo a se tomar recursos no mercado, com impactos na concentração de propriedade e controle, na medida em que diminui o valor de controle.

A aprovação da Lei 10.303, de 2001, representou algum avanço, principalmente em relação à Lei 9.457, de 1997 que diminuiu os direitos dos minoritários. Ademais, como ressaltado anteriormente, algumas iniciativas do setor privado tentam incentivar a adoção de melhores práticas de governança corporativa, ainda não exigidas pela legislação. Apesar dos avanços recentes, ainda é necessário manter o foco neste aspecto, não apenas na garantia de novos direitos, mas também do seu *enforcement*. Para isso é necessário que a CVM seja fortalecida. Um dos problemas recorrentes da CVM é orçamentário, já que está sujeita a cortes no Orçamento Geral da União Sua completa independência financeira seria desejável para reforçar sua atuação, embora se deva reconhecer que esta é uma possibilidade distante dado o grau elevadíssimo de vinculação de receitas que caracteriza o processo orçamentário no Brasil.

Para se ter idéia da necessidade de fiscalização e regulamentação fortalecidas, vale ressaltar que muitas empresas não cumprem nem as regras mais básicas, como disponibilização de informações. De acordo com a CVM, em junho de 2003, havia 66 empresas que estavam há mais de seis meses inadimplentes com a divulgação de

informações obrigatórias ao mercado. Em maio de 2003, 37 empresas tiveram seu registro suspenso por estar há mais de três anos em atraso com a obrigação de prestar informações à CVM. Parece lícito supor que outras determinações de mais difícil verificação também devem não ser cumpridas, havendo necessidade de uma fiscalização forte e presente.

Há que se considerar ainda que as decisões judiciais são lentas, comprometendo a qualidade da aplicação da Lei. A Bovespa instalou a Câmara de Arbitragem, baseado na Lei 9.307 de 1996, com o objetivo de tornar mais rápidas as decisões referentes à Lei da S.A, ao estatuto das empresas, e às demais normas aplicadas ao mercado de capitais. Apesar de haver algum incentivo de adesão por parte das empresas, como sua obrigação para empresas que aderirem ao Novo Mercado e ao Nível 2 de governança corporativa, este instrumento ainda não é amplamente utilizado pelas empresas e pelos investidores. Uma política de incentivos a maior utilização deste mecanismo seria desejável e, nesse sentido, caberia examinar quais são as mudanças necessárias para que empresas estatais utilizem esse mecanismo.

A melhoria do padrão contábil também é um ponto importante. O objetivo deve ser o de aproximar o padrão contábil brasileiro de padrões internacionais, como o IAS ou o US GAAP. Cumpre lembrar, ainda, que o grau de *disclosure* das empresas brasileiras é considerado baixo. Iniciativas com objetivo de aumentar as informações disponíveis ao público, em quantidade e qualidade, devem ser reforçadas. O Projeto de Lei 3741, hoje no Congresso, prevê alteração das normas contábeis. A proposta mais interessante, colocada através de um substitutivo ao projeto original, é delegar à CVM alterações nos padrões contábeis desde que o objetivo fosse a convergência para padrões internacionais. Hoje os padrões contábeis são definidos em Lei, o que os torna rígido e de difícil mudança. Além dessas alterações, discute-se também a obrigação de que grandes empresas (com faturamento superior a determinado montante), mesmo que fechadas, sejam obrigadas a publicar seus balanços, aumentando sua transparência e diminuindo a diferença entre os custos de empresas fechadas e abertas.

Outro ponto relevante é a grande utilização de ações sem direito a voto. De acordo com Claessens et al (1999), o distanciamento da regra uma ação – um voto está associado a menores valores de mercado. A nova Lei das S.A. já diminui o percentual máximo de

67% para 50%. Mas isto ainda torna possível o controle da empresa com apenas 25% do capital social. Existem alguns incentivos no mercado, como a proibição de ações sem direito a voto para empresas que aderirem ao Novo Mercado. No entanto, a prática segue sendo amplamente utilizada. Existe obviamente o problema do elevado estoque de ações preferenciais no mercado e o fato de a conversão para ações com direito a voto envolver em alguns casos perda de controle, ainda de muito valor no Brasil. Restrições legais adicionais ou desincentivos de mercado para a emissão de ações preferenciais poderiam se constituir uma iniciativa salutar para os acionistas minoritários.

Dentro de uma política para o desenvolvimento do mercado de capitais, o Governo Federal poderia adotar para suas empresas regras avançadas de governança corporativa, incluindo a adesão a níveis superiores de governança corporativa da Bovespa, ou mesmo o Novo Mercado. Além disso, a adoção de conselheiros independentes seria aconselhável tentando evitar que empresas de capital misto sejam utilizadas para políticas governamentais, o que muitas vezes ocorre.

Outro ponto a considerar é o custo de se manter empresas com o capital aberto, muitas vezes mencionado pelas empresas como o principal obstáculo à abertura de capital. Este custo advém tanto das taxas cobradas na bolsa, altas em termos internacionais, como pela necessidade de se publicar o balanço em jornais. Este custo poderia ser diminuído, através da revisão das taxas pela Bovespa, e da substituição da publicação em jornais por publicação em meio magnético apenas.

Em relação ao mercado de dívida, a padronização dos títulos de debêntures para negociação no mercado secundário, com *rating* dos papéis dados pelas agências de risco é uma iniciativa importante, principalmente quando considerada a quase inexistência hoje de mercado secundário para estes títulos. A Bovespa criou um segmento de mercado direcionado a negociação de títulos de dívida, o Bovespa Fix. No entanto, a liquidez destes títulos continua baixa. A CVM já tem hoje, em audiência pública, uma minuta de resolução procurando a padronização destes instrumentos.

*Principais pontos: (i) Manter o foco na melhora da proteção dos acionistas minoritários; (ii) A CVM deve ser fortalecida como órgão regulatório e fiscalizador; (iii) É*

*necessário melhorar o padrão contábil das companhias abertas; (iv) Restrições a emissão de ações sem direito a voto podem ser adotadas; (v) A utilização de Câmara de Arbitragem da BOVESPA deve ser incentivada; (vi) Em uma agenda que visa o desenvolvimento do mercado de capitais, o governo federal deveria adotar boas regras de governança corporativa para as empresas de capital misto; (vi) Iniciativas que visem a diminuição dos custos de se manter uma empresa com capital aberto são bem vindas; (vii) Deve-se procurar desenvolver um mercado secundário para renda fixa, com a padronização dos instrumentos hoje existentes.*

### **3.6 Outras Reformas**

Há problemas específicos em vários setores ou áreas que poderiam ser examinados e que vêm sendo objeto de esforço governamental para aperfeiçoamento do sistema financeiro. Seleccionamos aqui dois deles que, pela sua importância e impacto, merecem ser discutidos com maior detalhe, até pelas especificidades desses segmentos. O primeiro é o crédito habitacional, cuja importância do ponto de vista de crescimento, emprego e bem estar não é necessário enfatizar, e que foi objeto de várias mudanças e tentativas de mudanças nos últimos anos; a segunda é a área de seguros e resseguros, que ganhou fôlego e importância com a estabilização da economia, mas cuja reforma no governo passado acabou ficando a meio caminho.

#### **3.6.1 Habitação**

Em nenhum outro setor os problemas que a economia brasileira enfrenta para prover crédito para o setor produtivo aparecem com tanta clareza como na habitação. A instabilidade macroeconômica e os problemas com a recuperação das garantias aparecem aqui magnificados, dadas as características de prazo e de comprometimento da renda familiar desse tipo de crédito.

Como já mencionado, na tentativa de aperfeiçoar o marco institucional do setor, o governo anterior promoveu uma série de mudanças em 2001. Uma delas foi a criação do Programa de Subsídio à Habitação de Interesse Social (PSH), que consiste de programa de subsídio à operação de financiamento habitacional para moradia, de valor não superior a R\$

10 mil, para mutuários de renda de até 5 salários mínimos, através da Medida Provisória nº 2.212, de 2001.

A alienação fiduciária para o financiamento da compra de imóveis foi introduzida pela Lei nº 9.514/97, com o objetivo de reduzir o *spread* bancário no financiamento da aquisição de imóveis. Isso decorreria da redução tanto do risco de inadimplência por parte dos devedores quanto dos custos na execução da garantia. A realidade, no entanto, é que ainda existe uma significativa insegurança jurídica quanto à sua efetiva consistência frente às decisões judiciais.

As medidas provisórias 2.221 e 2.223, datadas de 4 de setembro de 2001, trouxeram medidas visando fazer a ligação entre os incorporadores e construtores aos maiores poupadores da economia. A criação da Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) e da Letra de Crédito Imobiliário (LCI), facilita e agiliza a negociação de créditos imobiliários, dando os instrumentos para a união entre os mercados acima citados. Dessa forma, estimula-se a securitização de créditos imobiliários por meio de mecanismos de mercado, com o conseqüente crescimento de um amplo e dinâmico mercado secundário de títulos vinculados a financiamentos imobiliários.

Outra medida importante, a criação do chamado Patrimônio de Afetação, que promove a separação do patrimônio relativo à cada incorporação do restante do patrimônio do incorporador, enfrenta ainda um problema específico, que é a questão tributária no caso da falência do incorporador. Isto porque a MP 2.221, determina que os adquirentes, caso assumam a obra, serão solidários ao incorporador em relação aos passivos tributários, mesmo quando estes passivos não estejam ligados diretamente àquele patrimônio de afetação, caso em que estes passivos seriam rateados entre todos os patrimônios de afetação existentes. Com o objetivo de evitar a criação de um mecanismo que implicasse o não pagamento de dívidas junto ao fisco, diminuiu-se a separação entre o patrimônio de afetação e a massa falida, criando uma coobrigação quanto a dívidas tributárias. Na medida em que isto representa um risco para os novos administradores do patrimônio de afetação, diminui a possibilidade de ver este instrumento ser utilizado na prática.

Todas essas iniciativas seguem em estado jurídico precário, medidas provisórias não transformadas em lei, sendo indispensável sua aprovação pelo Congresso, como primeiro passo para recompor o crédito habitacional. Passos mais ousados requerem rever o sistema de subsídios no âmbito do SFH e discussões sobre outras possíveis intervenções requeridas de política pública, especialmente a criação de um seguro inadimplência para baixa renda.

Uma discussão mais ampla envolve a reforma do SFH, sistema que entrou em verdadeiro colapso nos últimos anos. Para uma média de 80 mil novas habitações construídas a cada ano financiadas a partir das cadernetas de poupança no passado, hoje são apenas 30 mil. Dada a restrição fiscal, não parece viável imaginar ampliação de subsídios nos próximos anos, parecendo ser mais promissora a alternativa de reavaliação das regras de direcionamento de crédito, inclusive aspectos de tributação, e redefinição dos mecanismos de subsídios à classe média.

Um desenho alternativo que merece ser reexaminado é a revisão do esquema de incentivo fiscal para as cadernetas de poupança, transferindo-o diretamente para o mutuário do financiamento da casa própria. Nessa alternativa, cujas linhas gerais chegaram a ser discutidas no governo passado, eliminar-se-ia o direcionamento de crédito para habitação e os investidores em caderneta de poupança deixariam de ter a isenção do Imposto de Renda de 20% sobre a rentabilidade da aplicação, mas teriam a mesma remuneração líquida. Hoje, a poupança rende a variação da taxa referencial de juros (TR) mais 6% de juros ao ano. A idéia seria manter, ainda por um determinado tempo, juros fixos de cerca de 7,7% ao ano, com o objetivo de neutralizar a perda do subsídio que representa cerca de R\$ 2 bilhões ao ano.

Pode-se pensar na alternativa de liberar de imediato os juros da poupança, deixando as taxas livres. Mas, consultados a esse respeito, os bancos que operam com financiamento habitacional, principalmente a Caixa Econômica Federal, manifestaram temor de ficarem sem captação para carregar o estoque de empréstimos já feitos, causando um descasamento de ativos e passivos. Dessa forma, a adoção de uma taxa de 7,7% seria conveniente durante um período de transição. Na verdade, seria necessário medir o impacto da alteração na taxa de correção de um passivo do sistema bancário no mesmo. Isto porque uma parte dos recursos com poupança é direcionada para carteira de crédito imobiliário com juros

subsidiados. Dois pontos devem ser considerados aqui. O primeiro é que hoje uma parte destes recursos não está direcionado ao crédito habitacional. Como benefício, em troca de ajuda ao programa de saneamento do sistema bancário, os bancos podem considerar como aplicações imobiliárias seus mais de R\$ 15 bilhões em créditos contra o FCVS, que eles já venderam para bancos em liquidação, no âmbito do PROER, o que diminuiria o impacto sobre a estrutura de passivo e ativo dos bancos. O segundo ponto é que o direcionamento de crédito se extinguiria, diminuindo os subsídios implícitos, que eram dados através do sistema financeiro.

Tendo disponíveis os recursos fiscais advindos da tributação da poupança, eles seriam então usados para subsidiar diretamente, através Orçamento, a taxa de juros dos financiamentos habitacionais. Como o estoque da poupança passará a ser tributado e o fluxo de empréstimos para a habitação não deve crescer da noite para o dia, pode-se usar um pedaço dos recursos fiscais para trabalhar na transição.

Apesar de méritos incontestes, na medida em que elimina o direcionamento de crédito e abre espaço para um mecanismo mais racional de subsídio, essa proposta tem alguns inconvenientes que ainda não foram equacionados. Trazer para o Orçamento Federal a concessão de subsídio pode gerar uma incerteza sobre a continuidade do subsídio que pode ter como resultante a diminuição dos valores destinados ao setor ou mesmo uma indesejável vinculação orçamentária, situação na qual uma distorção (o direcionamento do crédito) seria substituída por outra (mais vinculação de receitas fiscais).<sup>9</sup>

Uma alternativa que vem sendo sugerida para tornar mais eficiente a concessão de subsídios, notadamente para as famílias de baixa renda, é a possibilidade de que o governo, além de conceder subsídios ao financiamento, atue também como provedor de seguro contra a inadimplência, seguro esse não oferecido pelo setor privado. Nesse caso, como mostra estudo coordenado por Dionísio Carneiro para o Sindicato Nacional da Indústria de

---

<sup>9</sup> Mesmo com esquemas de subsídio mais garantidos, alguns analistas manifestaram ceticismo sobre a destinação, pelos bancos, de recursos para o crédito habitacional na ausência de regras de direcionamento. O pressuposto aqui, entretanto, é que vai se avançar nas demais condições indispensáveis para o retorno de condições minimamente atrativas para a concessão de financiamento de longo prazo no Brasil.



Cimento (SNIC)<sup>10</sup>, há necessidade de criar um mecanismo que minimize a probabilidade de inadimplência e, conseqüentemente, reduza os gastos com subsídios. Naturalmente, há que se buscar mecanismos que não impliquem incentivos perversos ao aumento da inadimplência.

Embora não desça em detalhes sobre o desenho desses mecanismos, o estudo mencionado propõe duas idéias que vale a pena comentar: a primeira é que, para reduzir os riscos da inadimplência pela elevação da razão prestação/salário, o melhor seria “a combinação de um mecanismo de prestações variáveis, objetivando a diminuição do impacto da sazonalidade sobre a capacidade de pagamento dos mutuários, junto a uma política de subsídios públicos quando da perda salarial em função de períodos recessivos do ciclo econômico”.<sup>11</sup> A segunda idéia é que, para lidar com o desemprego, a política de concessão de subsídios deveria ser operacionalizada em âmbito local. Estes mecanismos, no entanto, devem ser cuidadosamente elaborados, considerando a possibilidade de formação de passivos contingentes para o setor público. Devemos nos lembrar do passado recente onde o FCVS acumulou um passivo de R\$ 50 bilhões absorvido pelo Tesouro Nacional, decorrente dos mecanismos de financiamento então existentes.

*Principais pontos: (i) É necessária a transformação em lei das medidas provisórias editadas sobre esta matéria; (ii) Reformular o SFH, eventualmente redesenhando o sistema de subsídios; (iii) a criação de um seguro contra inadimplência, instituído pelo governo, deve ser considerada.*

### **3.6.2 Seguro e resseguro**

Uma das reformas que foram deixadas incompletas pela administração anterior diz respeito ao mercado de resseguros. Houve a quebra formal do monopólio de resseguros através da Emenda Constitucional 13, de 1996, seguida do estabelecimento da definição de um marco regulatório através de lei ordinária, Lei nº 9932/99. Estava previsto, em seguida, a privatização do Instituto de Resseguros do Brasil (IRB) e a abertura do mercado. Entretanto, diversos dispositivos da lei foram contestados através de uma Ação Direta de

---

<sup>10</sup> Ver Sindicato Nacional da Indústria de Cimento, Estudo sobre Financiamento Imobiliário no Brasil, 2002.

<sup>11</sup> Ver SNIC, página 129.

Inconstitucionalidade, que acabou sendo acatada pelo Supremo Tribunal Federal e paralisou o processo.

A aprovação, no primeiro semestre de 2003, da Emenda Constitucional nº 53, que reformula o artigo 192 da Constituição, abre perspectivas muito favoráveis para a regulamentação de todo o sistema financeiro, e, em particular, da área de seguro, resseguro e previdência. Duas ações legislativas poderiam ser adotadas de imediato.

A primeira é a integração e coordenação da supervisão e fiscalização dos segmentos de seguro, resseguro, previdência complementar e capitalização. Trata-se da criação de uma agência única que combine previdência complementar e previdência privada, minimizando as distorções de regulamentações feitas por órgãos distintos envolvendo segmentos que operam com risco atuarial. Idealmente, a agência deveria incluir a parte de regulação do atual instituto de resseguros. A governança do sistema de previdência complementar e de seguros poderia ser muito aperfeiçoada com a criação e fortalecimento dessa agência.

A segunda iniciativa envolve a abertura do mercado de resseguros, com a quebra efetiva do monopólio do IRB. A privatização do IRB parece descartada, tanto pela linha programática do atual governo, como pelo desgaste que o processo sofreu com os sucessivos adiamentos da privatização, como ainda pelas modificações que ocorreram no mercado internacional de seguros após os atentados de 11 de setembro de 2001, cujos efeitos ainda se fazem sentir sobre o mercado. Embora uma proposta de abertura sem privatização possa ser questionada sob a premissa de perda de uma receita fiscal, a verdade é que essa perda hoje parece muito pequena quando comparada ao benefício que pode advir da abertura do mercado.

De fato, parece indispensável seguir adiante com esse processo de abertura do mercado de resseguros. A situação atual é eivada de distorções, com um órgão monopolista que é ao mesmo tempo regulador e é sócio de seus regulados. Haveria inúmeros benefícios associados a uma ação imediata para abrir o mercado, entre eles, a maior eficiência e competitividade no mercado, os custos menores que isso trará para as empresas brasileiras, a possibilidade de geração de maior capacidade retentiva no País em função da instalação de mais operadores no mercado, a possibilidade de geração de maior expertise nacional

com novos operadores e, não menos importante, o atendimento aos compromissos de abertura do mercado de resseguros assumidos pelo Brasil na Organização Mundial do Comércio (OMC) e no Mercosul.

Há pelo menos duas questões controversas a enfrentar para levar adiante esta proposta, a saber, o impacto sobre o IRB e o aspecto legal. Quanto a este último há uma tese que a alteração efetuada no artigo 192 da Constituição retira o setor de seguros, previdência e resseguros do âmbito do sistema financeiro nacional, de sorte que uma lei ordinária pode regulamentar o setor, não sendo necessária lei complementar, que requer maioria absoluta de votos, isto é, mais de metade dos votos na Câmara dos Deputados e no Senado federal.

Em um contexto de abertura, as funções de regulação atualmente exercidas pelo IRB teriam que ser atribuídas a outro órgão, como o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) ou mesmo uma nova agência tal como acima vislumbrado.

A abertura sem privatização pode, sem dúvida, ameaçar a sobrevivência da parte comercial do atual IRB em um ambiente de concorrência. Como o IRB tem sócios privados – 50% do capital do órgão pertence às seguradoras privadas – poderia haver uma coalizão contra o avanço da abertura do setor. A preocupação reside na transferência de parcela do fluxo de receitas do ressegurador e, conseqüentemente, os eventuais riscos e impactos em sua solvência.

A Lei 9932/99 poderia ser adaptada de forma a dar uma proteção temporária ao IRB num momento de transição para um novo modelo com competição. Estudos realizados em 1999<sup>12</sup> mostram que em um cenário em que o IRB não teria a oferta preferencial nos anos iniciais, ele perde parte significativa de seu valor econômico. Esses cenários previam a privatização do órgão ressegurador.

A manutenção do IRB não privatizado pressupõe sua maior profissionalização, com revitalização do corpo funcional. O principal ativo do IRB é sua expertise no mercado interno, principalmente através da experiência de seu corpo funcional, que vem diminuindo

---

<sup>12</sup> Ver Associação IRBRASIL Re, Avaliação Econômico-Financeira do IRB sob diferentes cenários, 1999.

em quantidade e qualidade. Há, portanto, que desenhar o processo de abertura levando em conta essa restrição.

*Principais pontos: (i) Integração e coordenação da supervisão e fiscalização dos segmentos de seguro, resseguro, previdência complementar e capitalização através da formação de agência regulatória única; (ii) Abertura do mercado de resseguro com a quebra efetiva do monopólio do IRB.*

#### **4. Conclusões**

Muito se avançou nos últimos anos no sentido de se formar um diagnóstico que determinasse as principais razões que impedem o sistema financeiro de ser um fator indutor de crescimento econômico. Ao mesmo tempo, várias medidas foram tomadas em diversas frentes, buscando não só viabilizar a existência de um sistema financeiro sólido como também para buscar uma oferta de crédito maior e a custo mais baixo.

Naturalmente, o avanço na direção da construção de um sistema financeiro sólido e com uma atuação mais pró-crescimento continua a requerer mudanças que estão fora do âmbito de políticas microeconômicas voltadas para o sistema, e que tem a ver essencialmente com o aperfeiçoamento do arcabouço macroeconômico do Brasil. Nesse aspecto, a recente transição política por que passou o Brasil e a manutenção, pelo novo governo, das linhas mestras da política econômica – disciplina fiscal, firme compromisso com o controle da inflação e com cumprimento de contratos e retomada da agenda de reformas estruturais – representa um passo auspicioso no sentido da consolidação do novo arcabouço macroeconômico, elemento indispensável para que políticas de longo prazo sejam implementadas com sucesso. A aprovação, em 2003, da emenda constitucional que permite mudanças no sistema financeiro e da Lei de Falências é uma ilustração bastante positiva da coincidência de diagnósticos e de continuidade na agenda de reformas microeconômicas.

Um esboço de agenda microeconômica pendente foi apresentado neste trabalho. Em primeiro lugar, há um esforço grande a ser empreendido para consolidar a implementação das diversas medidas que foram adotadas nos últimos anos. E isto deve ocorrer em várias

frentes. Em primeiro lugar, além de finalizar a aprovação da lei de falências, é necessário que várias das normativas hoje ainda em forma de Medidas Provisórias sejam transformadas em lei, diminuindo o risco de alteração durante sua tramitação pelo Congresso. Em segundo lugar, o acompanhamento do entendimento dos novos instrumentos pelo Poder Judiciário é crucial, principalmente quando constatamos que as decisões judiciais sobre questões econômicas privilegiam muitas vezes o caráter social da questão, em detrimento do cumprimento de contratos. Além de procurar melhorar a forma de entendimento econômico pelo judiciário, a diminuição do tempo de duração das disputas judiciais é fundamental. Em terceiro lugar, a fiscalização deve ser forte para garantir o cumprimento da Lei.

Além disso, há um conjunto de iniciativas que ainda podem ser tomadas e que procuramos mapear neste trabalho. Na área de garantias, são desejáveis alterações institucionais que permitam a criação de cadastros positivos e é aqui, mais do que nunca, que é preciso direcionar o foco para o judiciário, tentando impedir que a interpretação política das leis acabe por retardar os impactos positivos do avanço da legislação.

Na área da tributação do sistema financeiro, uma medida decisiva seria reduzir a sobretaxação incidente sobre a intermediação financeira, o que poderia ser feito através da diminuição da CPMF, providência acenada pela reforma tributária. Além disso, destacamos a necessidade de unificar e simplificar a legislação do sistema financeiro com a diminuição de distorções hoje existentes, a implementação da conta de investimento nos moldes da idéia já divulgada pelo governo, a revisão da incidência do Imposto sobre Operações Financeiras sobre alguns setores e a diminuição da tributação sobre poupança, como o caso da tributação sobre rendimentos dos fundos de pensão fechados.

O estímulo à concorrência e a ampliação das condições de acesso ao crédito para segmentos da população hoje excluídos são também importantes de atuação. Na área de concorrência, destacamos a solução do problema institucional, tornando claro quem se responsabiliza pelas questões ligadas à concorrência no setor financeiro, medidas que aumentem as informações disponíveis ao tomador sobre mercado de crédito e a diminuição dos custos para o cliente mudar de banco. No caso do acesso ao crédito, deve-se intensificar os avanços na criação de contas simplificadas com menor custo de manutenção (evitando-

se, no entanto, subsídios indiretos) o estímulo a associações entre bancos e organizações de microcrédito, importantes para a profissionalização destas últimas e a necessidade de se harmonizar a legislação.

Para o desenvolvimento do mercado de capitais, além das medidas citadas na área de tributação, destacamos na agenda de curto prazo o fortalecimento da CVM como órgão regulatório e fiscalizador, a melhoria do padrão contábil das companhias abertas, a adoção de restrições à emissão de ações sem direito a voto, o incentivo à utilização de Câmara de Arbitragem da BOVESPA. Além destas, acreditamos que o governo federal deveria adotar boas regras de governança corporativa para as empresas de capital misto e buscar iniciativas que visem a diminuição dos custos de se manter uma empresa com capital aberto. Por fim, deve-se procurar desenvolver um mercado secundário para renda fixa, com a padronização dos instrumentos hoje existentes.

Examinamos dois segmentos específicos que, pela sua importância e impacto, merecem ser discutidos com maior detalhe. O primeiro é o crédito habitacional, que segue merecendo uma ampla reformulação, especialmente das regras que governam o SFH, eventualmente redesenhando o sistema de subsídios – uma sugestão específica passa pelo fim do direcionamento do crédito para o setor, o que teria óbvios benefícios para a eficiência alocativa do sistema como um todo. O segundo segmento é o de seguros e resseguros, cuja perspectiva de reforma se amplia consideravelmente com a emenda constitucional do sistema financeiro. Sugerimos que se estude a integração e coordenação da supervisão e fiscalização dos segmentos de seguro, resseguro, previdência complementar e capitalização através da formação de agência regulatória única, e que se avance afinal na abertura do mercado de resseguro, com a quebra efetiva do monopólio do IRB.

A continuidade da implementação da agenda microeconômica em paralelo à consolidação macroeconômica abre a perspectiva de que mudanças concretas na operação do sistema financeiro sejam obtidas ao longo desta década. Este é um ponto que não deve deixar de ser enfatizado, qual seja, que várias destas medidas produzem efeitos apenas no médio e longo prazos. Dessa forma, deve-se evitar tomar atalhos que possam até surtir efeito em prazo mais curto, mas que comprometam o diagnóstico inicialmente definido, podendo inclusive representar um custo maior para a sociedade num prazo mais longo.



## SIGLAS

ADR	American Depositary Receipt
ANBID	Associação Nacional dos Bancos de Investimento
BCB	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CCB	Cédula de Crédito Bancário
CCI	Cédula de Crédito Imobiliário
CLT	Consolidação das Leis do Trabalho
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNSP	Conselho Nacional de Seguros Privados
COFINS	Contribuição para o Financiamento da Seguridade
Cosif	Plano Contábil das Instituições Financeiras
CPMF	Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
CRI	Certificado de Recebíveis Mobiliários
CSLL	Contribuição Social sobre Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Imobiliários
CVRD	Companhia Vale do Rio Doce
EFPC	Entidade Fechada de Previdência Complementar
EMGEA	Empresa Gestora de Ativos
FAC	Fundo de Aplicação em Cotas
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FCVS	Fundo de Compensação de Variações Salariais
FGC	Fundo Garantidor de Crédito
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FIF	Fundo de Investimento Financeiro
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IR	Imposto de Renda
IRB	Instituto de Resseguros do Brasil
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
MP	Medida Provisória
OMC	Organização Mundial do Comércio
PGBL	Plano Gerador de Benefícios Livres
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social
PROEF	Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais
PROER	Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional
PROES	Programa de Incentivo à Redução da Participação do Setor Público Estadual na Atividade Bancária
PSH	Programa de Subsídio à Habitação de Interesse Social
SCM	Sociedade de Crédito ao Microempreendedor
SDE	Secretaria de Direito Econômico
SEAE	Secretaria de Acompanhamento Econômico



SFH	Sistema Financeiro de Habitação
SFI	Sistema Financeiro Imobiliário
SNIC	Sindicato Nacional da Indústria de Cimento
SPB	Sistema de Pagamentos Brasileiro
TED	Transferência Eletrônica Disponível
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TR	Taxa Referencial de Juros
VGBL	Vida Gerador de Benefícios Livre

## **Bibliografia e referências**

- Banco Central do Brasil; Economia Bancária e Crédito: Avaliação de 3 anos do projeto Juros e Spread Bancário. 2002
- Banco Mundial, 2003, Brazil: Access to financial services”, estudo coordenado por Anjali Kumar.
- Barros, José Roberto Mendonça de, J. A Scheinkman, L. L. Cantidiano, L. Goldenstein, T. M. F. Dias da Silva, A G. de Carvalho, 2000, Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro, Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais, Bovespa.
- Cardoso, Renato Fragelli, S. M. Koyama, 1999, A cunha Fiscal sobre a Intermediação Financeira, em *Juros e Spread Bancário no Brasil*, Banco Central do Brasil
- Carneiro, Dionísio D., 2002, Estudo sobre Financiamento Imobiliário no Brasil, Sindicato Nacional da Indústria do Cimento.
- Claessens, Stijn, S. Djankov, J. Fan, L. Lang; 1999, Expropriation of Minority Shareholders in East Asia, mimeo.
- Darcy, Sérgio, M. Soares, 2003, Democratização do Crédito no Brasil – Atuação do Banco Central. Banco Central do Brasil. Texto apresentado no 2 seminário Banco Central sobre Microfinanças.
- Demirgüç-Kunt, Asli, H. Huizinga, 1999, Determinants of commercial bank interest margins and profitability: some international evidence”. *World Bank Economic Review*, 13, 379-408.
- Goldsmith, R. W., 1969, Financial Structure and Development. Yale University Press, New Haven, CT 93-118.

- Goldfajn, Ilan; K. Henning; H. Mori; 2003, Brazil's Financial System: Resilience to Shocks, No Currency Substitution, But Struggling to Promote Growth, Banco Central do Brasil, Working Paper Series, n. 75.
- IETS, A Agenda Perdida: Diagnósticos e Propostas Rio de Janeiro, setembro de 2002
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A Shleifer e R. Vishny, 1997, Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A Shleifer e R. Vishny, 1998, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 54, 717-738.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A Shleifer e R. Vishny, 1998b, Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106:1.113-55, 1998.
- Levine, Ross;1997, Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, June, pp. 688-726
- Levine, Ross; Zervos, S, 1998, Stock markets, banks and economic growth. *American Economic Review* 88, 537-558.
- Levine, Ross; N. Loayza; T. Beck; 2000, Financial intermediation and growth: Causality and causes, *Journal of Monetary Economics*, 46, 31-77
- Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica, 2002; Principais Avanços na Implementação da Agenda de Poupança e Investimento, Secretaria de Política Econômica.
- Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica, 2003, Política Econômica e Reformas Estruturais.
- Pinheiro, A. C. 2001, O judiciário e a economia na visão dos magistrados. IDESP
- Rajan, Raghuram G.; L. Zingales; Finance Dependence and Growth, *American Economic Review* 88, 559-586.

Rocca, Carlos Antônio; 2002, Plano Diretor do Mercado de Capitais 2002, Texto integral e bases conceituais, Estudos Ibmecc 2, José Olympio Editora.

Valadares, Sílvia M., (2002a); Estimativa do valor de controle no Brasil, em *Finanças Aplicadas ao Brasil*, organizador Marco Bonomo, editora FGV, p.p. 299-312.

Valadares, Sílvia M., (2002b); Estrutura de controle e propriedade de empresas brasileiras, em *Finanças Aplicadas ao Brasil*, organizador Marco Bonomo, editora FGV, p.p. 299-312.

Zingales, Luigi, A Dyck, 2002, Private Benefits of control: na International Comparison *NBER Working Paper Series*, Working Paper 8711