



Confederação Nacional da Indústria

A decorative graphic element consisting of approximately 15 thin, parallel horizontal lines in a light gray color, spanning the width of the page. The title text is centered within this graphic.

Financiamento no Brasil

Desafio ao Crescimento

Diretoria da Confederação Nacional da Indústria

Presidente	Armando de Queiroz Monteiro Neto
1º Vice-Presidente	Carlos Eduardo Moreira Ferreira
Vice-Presidente	José Carlos Gomes Carvalho
Vice-Presidente	Francisco Renan Oronoz Proença
Vice-Presidente	Robson Braga de Andrade
Vice-Presidente	José de Freitas Mascarenhas
Vice-Presidente	José Fernando Xavier Faraco
Vice-Presidente	Abelírio Vasconcelos da Rocha
Vice-Presidente	Francisco de Assis Benevides Gadelha
Vice-Presidente	Fernando Cirino Gurgel
Vice-Presidente	Danilo Olivo Carlotto Remor
Vice-Presidente	Antonio José de Moraes Souza
Vice-Presidente	Alfredo Fernandes
1º Secretário	Lourival Novaes Dantas
2º Secretário	José Carlos Lyra de Andrade
1º Tesoureiro	Alexandre Herculano Coelho de Souza Furlan
2º Tesoureiro	Paulo Afonso Ferreira
Diretores	José Nasser Fernando Antonio Vaz João Oliveira de Albuquerque Carlos Salustiano de Sousa Coêlho Jorge Parente Frota Júnior Jorge Machado Mendes Idalito de Oliveira Sivaldo da Silva Brito Dagoberto Lima Godoy Osvaldo Moreira Douat Luis Eulalio de Bueno Vidigal Filho Carlos Antônio de Borges Garcia Fernando de Souza Flexa Ribeiro Antonio Fábio Ribeiro Jorge Aloysio Weber Olavo Machado Júnior Jorge Wicks Côte Real
Conselho Fiscal Titulares	Julio Augusto Miranda Filho Ronaldo Dimas Nogueira Pereira José Bráulio Bassini
Suplentes	Adalberto de Souza Coelho Fernando Fernandes de Oliveira Jorge Antônio Pereira Lopes de Araújo



Confederação Nacional da Indústria

Financiamento no Brasil

Desafio ao Crescimento

Brasília
2003

ã 2003 Confederação Nacional da Indústria

É autorizada a reprodução total ou parcial desta publicação, desde que citada a fonte.

Confederação Nacional da Indústria – CNI
Unidade de Política Econômica – PEC

Confederação Nacional da Indústria – CNI

SBN Quadra 01, Bloco C – 17º andar

70040-903 Brasília – DF

Tel.: (61) 317-9000

Fax: (61) 317-9500

Home page: <http://www.cni.org.br>

E-mail: sac@cni.org.br

CNI. PEC

Financiamento no Brasil : desafio ao crescimento. - Brasília, 2003.

56p. : gráf., tab.

Inclui anexos.

Inclui bibliografia.

ISBN 85-88566-41-9

1. Financiamento. 2. Empresas. 3. Brasil. I. Confederação Nacional da Indústria.
II. Título.

CDD 332.742

Sumário

Apresentação

1. Introdução	9
2. Características do financiamento	10
2.1 O financiamento bancário	10
2.2 O financiamento no mercado de capitais	14
2.3 O financiamento externo	16
2.4 O padrão de financiamento das empresas	18
3. Diagnóstico dos problemas	21
3.1 Taxa básica de juros elevada	21
3.2 <i>Spreads</i> bancários altos	26
3.3 Insuficiência de crédito de longo prazo	30
3.4 Baixo grau de desenvolvimento do mercado de capitais	33
3.4.1 O papel da tributação	33
3.4.2 Proteção insuficiente a minoritários e credores	34
3.4.3 Relação custo-benefício da abertura de capital	35
3.4.4 Ambiente macroeconômico de incerteza	36
4. Linhas de ação	37
4.1 Para reduzir a taxa básica de juros	37
4.2 Para estreitar os <i>spreads</i> bancários	39
4.3 Para aumentar a oferta de crédito	40
4.4 Para desenvolver o mercado de capitais	41
5. Conclusão	43
Anexos	
Anexo I – O financiamento com o BNDES	45
Anexo II – A reforma do setor bancário	47
Anexo III – O sistema brasileiro de pagamentos e o <i>spread</i> bancário	49
Anexo IV – A cunha fiscal sobre o custo do financiamento	51
Anexo V – O novo mercado da Bovespa e os níveis diferenciados de governança corporativa	53
Referências Bibliográficas	55

Apresentação

Financiamento no Brasil: desafio ao crescimento é uma resposta às pesquisas feitas pela CNI em que a questão do financiamento é identificada como um dos principais obstáculos ao desenvolvimento das empresas industriais. É também um desdobramento da agenda que a CNI desenvolveu para discussão com os candidatos à Presidência da República na eleição de 2002.

Em **A Indústria e o Brasil: uma agenda para o crescimento** a questão do financiamento já emergia como um dos principais temas. Este documento detalha e aprofunda tópicos constantes daquela agenda.

Com esta nova iniciativa, a CNI espera contribuir para que o tema seja incorporado ao debate econômico do País e que sejam mobilizadas forças para enfrentar a superação das múltiplas causas que fazem com que o Brasil opere com uma das taxas de juros mais elevadas do mundo e que as condições de oferta de crédito e de financiamento restrinjam a capacidade de crescimento da economia.

A CNI não propõe com este documento soluções mágicas. Sua intenção é apontar o roteiro das ações que devem ser enfrentadas e mobilizar energias para que esta agenda se torne de fato uma prioridade. Essa é uma questão-chave para o País; há necessidade de se enfrentar a agenda do financiamento em todas as suas dimensões.

Armando Monteiro Neto
Presidente da CNI

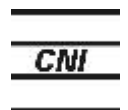
1. Introdução

O ritmo de crescimento e de desenvolvimento de uma economia depende da disponibilidade de recursos para investimento e do custo destes recursos. Recursos insuficientes ou a custos elevados frustram projetos de investimentos que poderiam gerar produto, emprego e renda. No Brasil, as empresas experimentam grandes dificuldades para a obtenção de recursos para o financiamento de suas atividades produtivas, tanto no que tange à disponibilidade quanto com relação aos custos, o que limita a taxa de crescimento sustentado e coloca em primeiro plano de importância o tema do financiamento.

O momento é oportuno. Vencida a hiperinflação, o País deve-se voltar à superação dos obstáculos estruturais ao seu desenvolvimento. A reforma do Estado brasileiro também aumentou a relevância do tema. Com a privatização, secou-se uma fonte de financiamento exclusiva de empresas estatais, que era o orçamento público. O aporte de recursos do controlador setor público segue muitas vezes uma racionalidade distinta da privada. Além disso, o compromisso com o ajuste fiscal afastou a possibilidade do uso generalizado de subsídios e aumentou a importância do papel do setor financeiro privado.

O propósito deste documento é apresentar os principais problemas com que se defronta o setor produtivo na busca por financiamento e sugerir alguns caminhos e medidas que ajudem a mitigá-los. Seu escopo se limita à avaliação do financiamento privado e de destinação mais genérica, não voltada a atividades ou segmentos específicos. O financiamento com fundos públicos não foi propositadamente abordado pela natureza diversa da sua motivação e pelas limitações de ordem fiscal colocadas à sua expansão.

No Brasil, as empresas experimentam grandes dificuldades para a obtenção de recursos para o financiamento de suas atividades



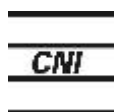
2. Características do financiamento

O financiamento ao setor produtivo no Brasil apresenta um conjunto de características indesejáveis. Os empréstimos bancários são caros, têm prazos curtos e são insuficientes. O mercado de capitais é pouco desenvolvido, restringindo a possibilidade de venda de ações e outros títulos diretamente ao investidor. Por fim, o financiamento externo, nos últimos anos, tem apresentado oscilações de prazo e custo, não constituindo fonte estável de recursos. O resultado é que o crescimento das empresas brasileiras fica limitado por sua capacidade de financiamento interno, ou seja, pelos recursos ou lucros gerados pelas próprias empresas ao longo de seus ciclos produtivos. Nesse contexto, as empresas pequenas, emergentes ou pouco capitalizadas tendem a enfrentar dificuldades ainda maiores para crescer.

Uma das principais características do financiamento bancário no Brasil é o custo elevado das operações de empréstimo

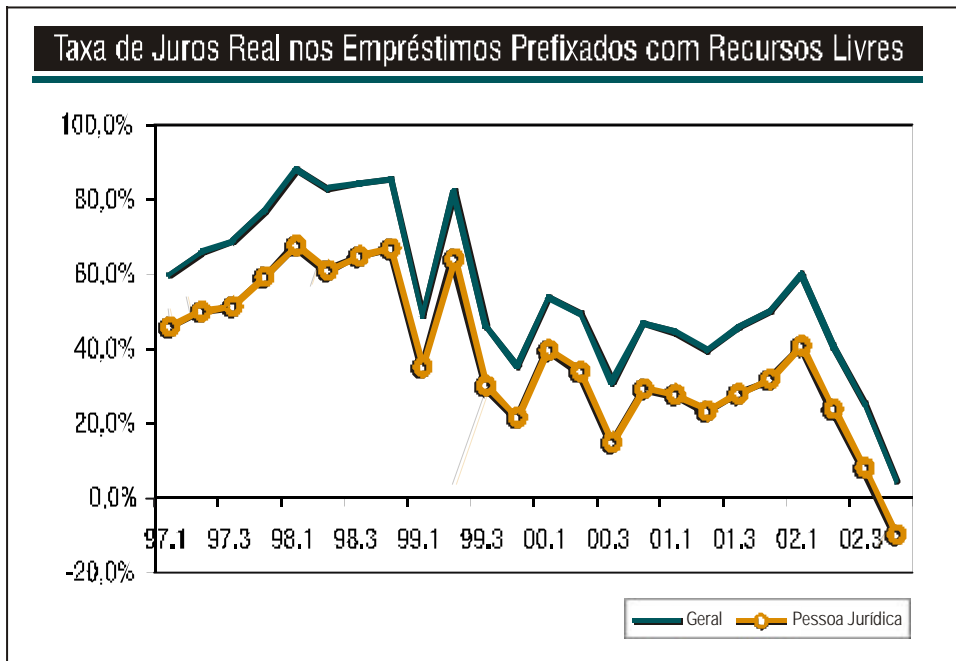
2.1 O financiamento bancário

Uma das principais características do financiamento bancário no Brasil é o custo elevado das operações de empréstimo. Segundo levantamento periódico do Banco Central, o custo médio das operações de empréstimo prefixadas para pessoas jurídicas no chamado segmento livre, que exclui os créditos direcionados, era de 50,5% ao ano em dezembro de 2002.¹ Considerando uma expectativa de inflação anual da ordem de 15% para o IGP-DI em 2003, a taxa real de juros *ex ante* naquele mês correspondia a 31%. Trata-se de uma taxa consideravelmente mais baixa que a que vigia no País no início de 1999, mas ainda assim bastante elevada para padrões internacionais. O resultado de dezembro não é um fato isolado, e sim representativo do comportamento das taxas de empréstimo no período pós-Plano Real. De 1997 a 2002, a taxa média real de empréstimos bancários para as empresas manteve-se usualmente acima de 20% ao ano, à exceção do segundo semestre de 2002, quando as taxas reais *a posteriori* recuaram em resposta à forte aceleração da inflação.



¹ No mesmo período a taxa de empréstimo para as pessoas físicas era consideravelmente maior (83,5%). Altas taxas de empréstimos para os indivíduos também afetam negativamente o setor produtivo na medida em que inibem o mercado consumidor.

Gráfico 1



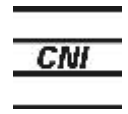
Fonte: Banco Central.
Médias trimestrais; deflator IGP-DI.

Tabela 1

Empréstimos Bancários ao Setor Privado
Média 1998-2001

	Taxa de juros real % a.a.	Volume % do PIB
Brasil	60,96	35,23
Argentina	15,57	23,44
Chile	9,31	62,73
México	8,49	15,02
Tailândia	6,54	123,54
Coréia do Sul	6,35	86,20
Cingapura	5,57	109,97
Estados Unidos	5,48	72,91
Área do Euro	4,62	105,73
Reino Unido	3,39	131,28
Japão	2,39	110,17
Indonésia	1,92	28,97

Deflator: Índices de preços ao consumidor.
Fonte: International Financial Statistics, fev./2003, FMI.

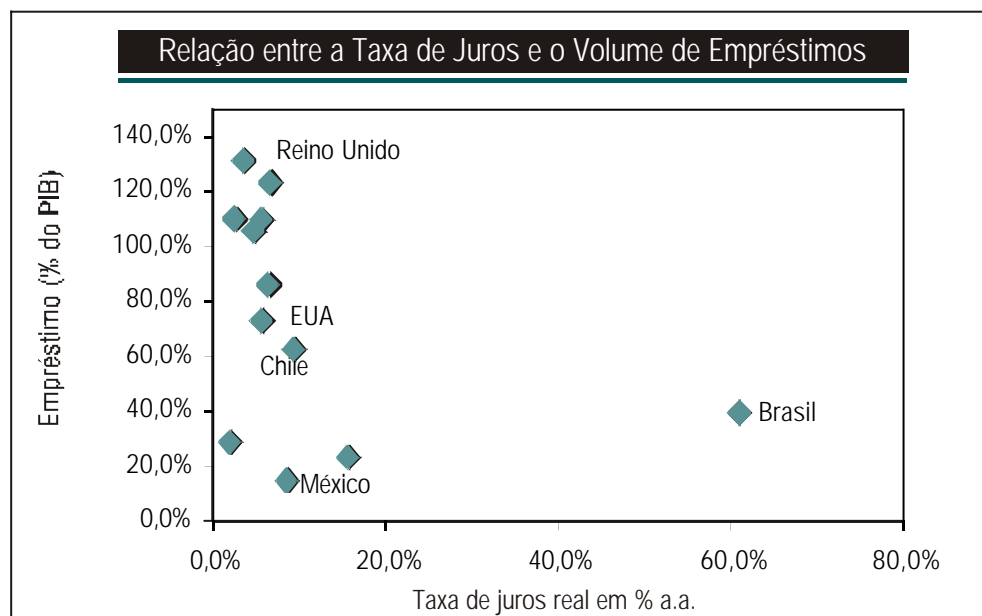


Os empréstimos às empresas com recursos livres são destinados majoritariamente ao capital de giro, incluindo os saques a descoberto na conta garantida, e ao financiamento do comércio exterior (adiantamentos sobre contratos de câmbio e *export notes*). Em dezembro de 2002, a participação destas linhas correspondia, respectivamente, a 37% e 18% do total. O financiamento para aquisição de bens, por sua vez, representa uma parcela muito pequena do total de empréstimos (3% em dezembro de 2002). Esta composição dos empréstimos bancários reflete-se também na sua estrutura de prazos, bastante curtos. Em dezembro de 2002, o prazo médio das carteiras dos bancos variava, conforme o tipo de operação (exclusive financiamento imobiliário), de 10 a 400 dias corridos. Ou seja, em média os financiamentos que as empresas tomam com os bancos no segmento livre envolvem prazo inferior a um ano.

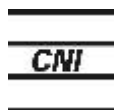
A oferta de crédito também fica limitada pelo custo de oportunidade de aplicações alternativas e pela gestão de risco de crédito

A combinação de taxas de empréstimo elevadas com prazos curtos restringe a demanda por crédito bancário. Por outro lado, a oferta de crédito também fica limitada pelo custo de oportunidade de aplicações alternativas, como o financiamento da dívida pública, e pela gestão de risco de crédito, que torna mais seletiva a carteira de empréstimo dos bancos. Como resultado, o saldo total dos empréstimos bancários como percentagem do PIB no Brasil é baixo para padrões

Gráfico 2



Fonte: International Financial Statistics, fev./2003, FMI.
Médias para o período 1998-2001.



internacionais, mesmo quando nesse saldo se incluem também as operações de crédito direcionado, como o crédito rural e habitacional (Tabela 2). O Gráfico 2, construído com base nos dados da Tabela 1, evidencia a existência de uma relação inversa entre a taxa de juros real dos empréstimos e o montante destes empréstimos em comparação com o tamanho da economia.

O volume de empréstimos do sistema financeiro montava a R\$ 377,8 bilhões em dezembro de 2002. Deste total, a maior parcela, correspondente a 31%, era destinada à indústria, seguida pelos empréstimos a pessoas físicas e outros serviços. A distribuição dos empréstimos por tomador sofreu mudanças significativas nos últimos anos. A mais notável foi a expressiva redução da participação do setor público, que saiu da posição de principal tomador em dezembro de 1996 para uma pequena participação de 3% em dezembro de 2002. Esta evolução foi o resultado das medidas tomadas no âmbito do ajuste fiscal para restringir o endividamento dos governos municipais e estaduais com os bancos. Por outro lado, as participações dos empréstimos para a indústria e para as pessoas físicas subiram no período.

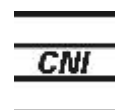
Tabela 2

Empréstimos do Sistema Financeiro									
Distribuição % por tomador									
	Setor público	Indústria	Habitação	Rural	Comércio	Pessoas físicas	Outros	%	Total R\$ milhões
Dez96	25	21	21	7	9	8	9	100	243.734
Dez97	15	23	23	9	9	12	10	100	247.041
Dez98	13	23	24	8	7	12	13	100	254.783
Dez99	10	27	22	8	8	13	12	100	262.664
Dez00	4	27	18	8	10	19	14	100	319.018
Dez01	3	30	7	8	11	23	18	100	332.384
Dez02	3	31	6	9	11	22	18	100	377.822

Fonte: Banco Central.

Os bancos privados respondem por mais de 60% da oferta de crédito do sistema financeiro (62% em dezembro de 2002). O saldo total das operações de crédito dos bancos privados cresceu a uma taxa anual média de 15% nos últimos cinco anos até 2002, enquanto as operações dos bancos públicos se contraíram, em média, cerca de 1%. A queda reflete, em parte, a redução da carteira de empréstimo para habitação do setor financeiro público, que foi transferida para uma empresa não-financeira em junho de 2001, no âmbito do programa de saneamento dos bancos federais.

Os bancos privados respondem por mais de 60% da oferta de crédito do sistema financeiro



Com relação à destinação dos empréstimos, os bancos públicos alocam parcelas consideravelmente maiores que os privados nos empréstimos ao setor público, para a habitação e para o setor rural. Por outro lado, são comparativamente menores os percentuais alocados nos empréstimos ao comércio e para pessoas físicas. A tabela abaixo apresenta a participação dos bancos públicos e privados nos empréstimos para os diversos setores da economia em dezembro de 2002.

Tabela 3

	Total de Crédito R\$ milhões	Participação %	
		Sistema Privado	Sistema Público
Setor Público	10.548	24	76
Indústria	117.904	57	43
Habitação	24.469	35	65
Rural	33.301	39	61
Comércio	40.140	78	22
Pessoa física	84.196	76	24
Outros serviços	67.264	70	30
Total	377.822	62	38

Fonte: Banco Central.

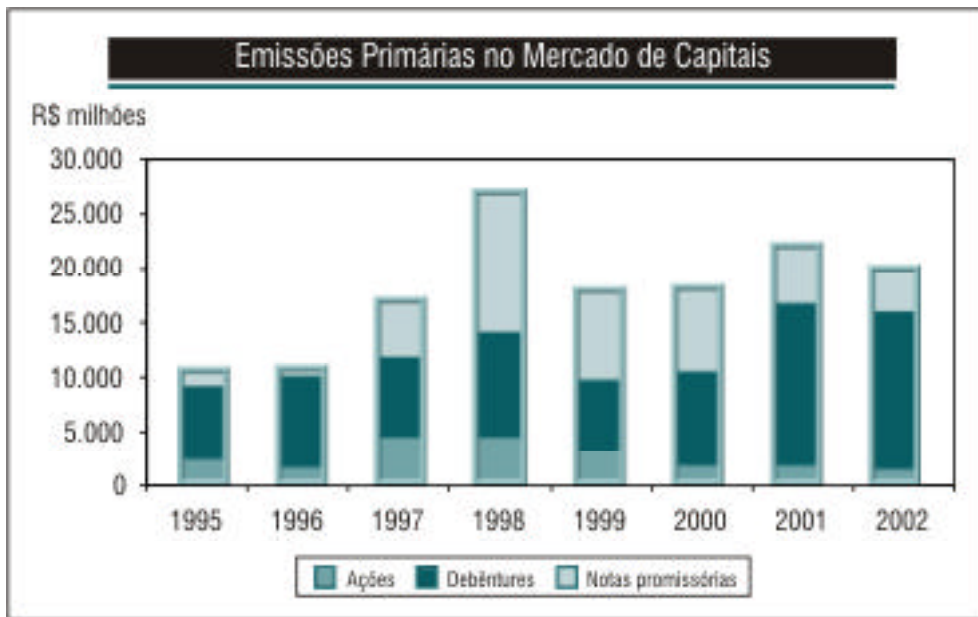
O mercado de capitais no Brasil é uma fonte relativamente pouco importante de financiamento às empresas

2.2 O financiamento no mercado de capitais

O mercado de capitais no Brasil é uma fonte relativamente pouco importante de financiamento às empresas. Mesmo após o crescimento mais vigoroso do mercado em meados da década de 90, as emissões primárias de debêntures, ações e notas promissórias correspondem a não mais que 6% ou 7% do saldo total das operações de crédito bancário. As captações no mercado de capitais atingiram um pico em 1998, quando totalizaram R\$ 26,7 bilhões. Este montante caiu significativamente em 1999 e voltou a crescer nos dois anos seguintes. Em 2001, destacaram-se as captações com emissão de debêntures, que cresceram 73% em relação ao ano anterior e totalizaram R\$ 15,2 bilhões. O prazo médio de vencimento das debêntures, ponderado pelo volume registrado, foi de cerca de

5 anos. Por outro lado, as emissões de notas promissórias, que são títulos com vencimento de até um ano, e de ações vem-se reduzindo em 2001 pelo terceiro ano consecutivo. Em 2002, as emissões primárias no mercado de capitais voltaram a cair, qualquer que seja o título considerado.

Gráfico 3



Fonte: CVM.

Outra face da importância reduzida do mercado de capitais é o número de empresas aptas a captar recursos com o público através da emissão de valores mobiliários. A abertura de capital é uma condição necessária para emitir ações e debêntures. Em dezembro de 2002, havia 945 empresas de capital aberto no País. Este número corresponde a menos de 1% do total de empresas com mais de 20 empregados em operação no Brasil, de acordo com os registros do Ministério do Trabalho e Emprego. Além de pequeno em termos absolutos, o número de empresas abertas vem-se reduzindo desde 1998, quando se observou o pico de 1.047 companhias abertas registradas. Das companhias abertas em dezembro de 2002, não mais de 43%, correspondentes a 410 empresas, tinham ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Este número também vem-se reduzindo sistematicamente desde 1998.

O número de empresas abertas vem-se reduzindo desde 1998. Das companhias abertas em dezembro de 2002, não mais de 43% tinham ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo

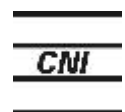
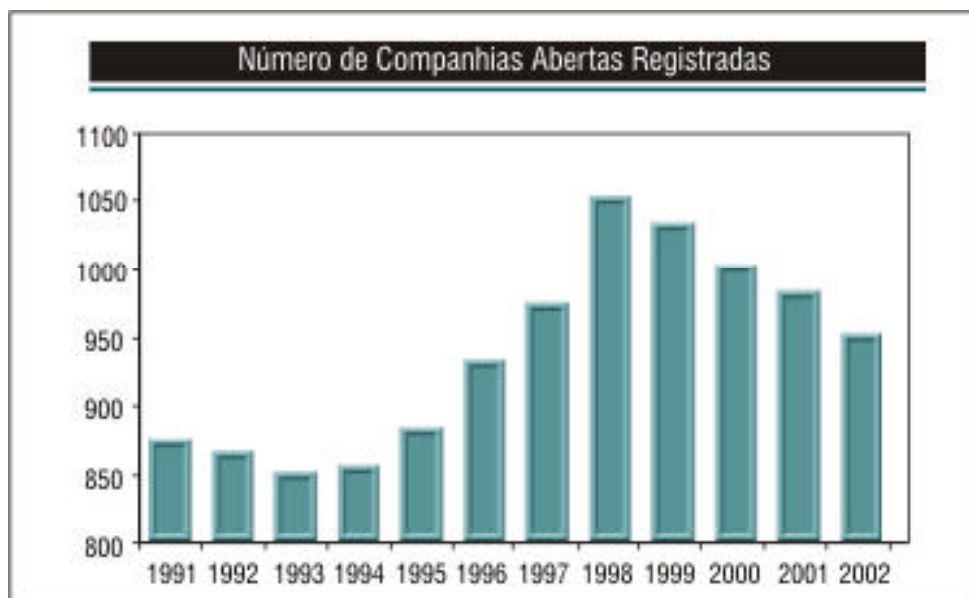


Gráfico 4



Fonte: CVM.

Em 2000, o valor de mercado das companhias domésticas listadas em bolsa como porcentagem do PIB era de 38% no Brasil, contra 153% nos Estados Unidos e 86% no Chile

A contrapartida deste aparente desinteresse das empresas brasileiras na emissão de valores mobiliários é o subdesenvolvimento do mercado de capitais. Em 2000, o valor de mercado das companhias domésticas listadas em bolsa como porcentagem do PIB era de 38% no Brasil, contra 153% nos Estados Unidos e 86% no Chile, de acordo com a edição de 2002 dos Indicadores de Desenvolvimento Econômico do Banco Mundial. Além disso, no período mais recente, o mercado vem sofrendo uma involução, da qual, talvez, a face mais visível seja o atrofiamento do mercado secundário, de cujo bom funcionamento depende o sucesso das emissões primárias. A média diária do volume negociado nas bolsas de valores caiu do pico de R\$ 936 milhões em 1997 para R\$ 581 milhões em 2002, uma queda de 38%.

2.3 O financiamento externo

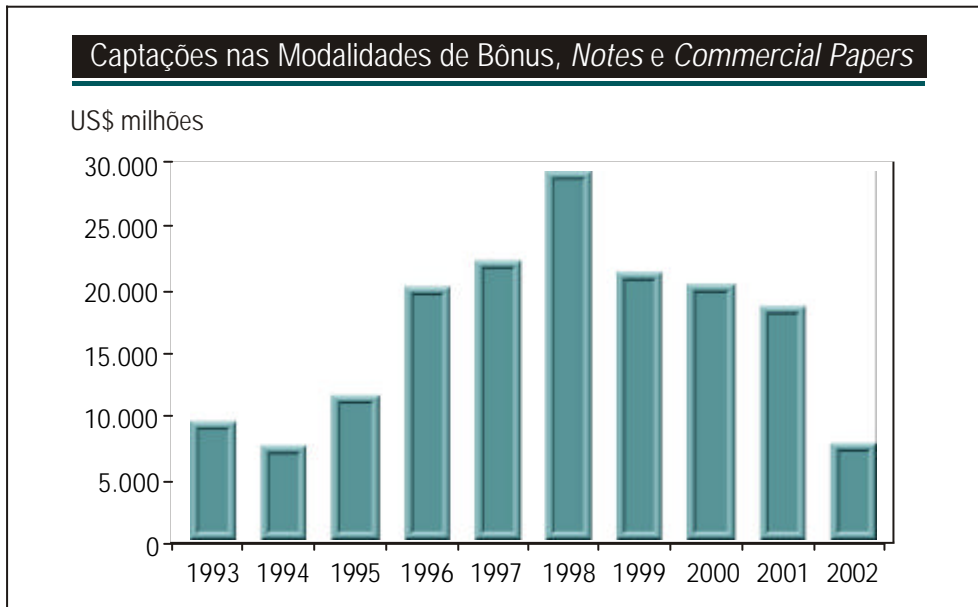
O recurso à poupança externa como fonte de financiamento ganhou importância ao longo da década de 90. O total de captação de recursos externos, incluídos aí os investimentos diretos, os investimentos em carteira e os empréstimos em moeda, saltou de modestos US\$ 17,8 bilhões em 1992 para US\$ 148 bilhões em 1998, um crescimento de 731% em apenas seis anos. O forte crescimento se explica, em parte, pelo programa de privatização e pela estabilização da economia, que criaram boas

oportunidades de negócios e tornaram o Brasil atrativo para os investidores estrangeiros. Também contribuiu para isso o regime de taxa de câmbio administrada, em vigor até 1998. Nos últimos quatro anos, porém, as captações totais recuaram, puxadas pela redução dos empréstimos em moeda.

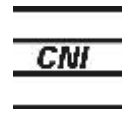
A emissão de bônus, *notes* e *commercial papers*, através dos quais as empresas brasileiras levantam empréstimos diretamente com os investidores estrangeiros, passou de menos de US\$ 8 bilhões no início da década de 90 para US\$ 27,6 bilhões em 1998. Depois de crescer por quatro anos consecutivos, porém, as captações nessas modalidades recuaram, e de forma especialmente pronunciada em 2002, quando voltaram ao patamar de 1994. A redução dos empréstimos reflete, em parte, os efeitos da desvalorização de 1999 e da adoção do regime de câmbio flutuante, que aumenta para as empresas o risco de captações externas. Todavia, observa-se também uma piora das condições de colocação no período, com a redução do prazo médio e o aumento do custo médio global, o que reflete a redução da liquidez internacional para os países emergentes após as crises da Ásia e da Rússia.

Depois de crescer por quatro anos consecutivos, as captações recuaram, e de forma especialmente pronunciada em 2002, quando voltaram ao patamar de 1994

Gráfico 5



Fonte: Banco Central.



Ao longo da década de 90, um grupo de empresas brasileiras passou a ter ações negociadas na bolsa de Nova Iorque através da adoção de programas de American Depositary Receipts (ADRs), o que abriu novas possibilidades de captação de recursos externos. A experiência mostra que as empresas que adotaram o programa tiveram aumento de liquidez e de valorização dos papéis, o que se refletiu na redução do custo de capital (Rocca, 2000). Este seria um benefício suficientemente grande para compensar os custos envolvidos na adoção do programa e estimular as empresas a fazê-lo. Mas a captação de recursos novos através de ADRs ainda não é significativa.

O financiamento com recursos externos esbarra em algumas limitações impostas por sua natureza. A principal delas é a instabilidade dos mercados financeiros internacionais

O financiamento com recursos externos esbarra em algumas limitações impostas por sua natureza. A principal delas é a instabilidade dos mercados financeiros internacionais, que aumentou após a sucessão de crises que atingiram os mercados emergentes nos últimos anos. A disponibilidade de recursos para empréstimos pode, portanto, se revelar inadequada às necessidades das empresas, quer em termos de volume, quer em termos de condições. Outra dificuldade é que estes empréstimos são contraídos em moeda estrangeira, o que, no regime de câmbio flutuante, obriga as empresas a arcar com o risco de desvalorização. Os investimentos diretos, por outro lado, menos sensíveis às mudanças de curto prazo, se colocam como alternativa de financiamento ao capital, principalmente quando da entrada de novas empresas estrangeiras no País ou quando estão envolvidas mudanças societárias nas empresas já instaladas (privatização ou fusões e aquisições).

2.4 O padrão de financiamento das empresas

Estudos empíricos recentes evidenciam a elevada participação dos recursos internos às empresas brasileiras (lucros reinvestidos) no financiamento destas.² Esta seria a principal fonte de financiamento das empresas no Brasil, seguida pelo endividamento e, por último, pela emissão de ações.³ Este padrão se assemelha ao observado em países desenvolvidos e, portanto, não constitui, por si só, um fato negativo. As evidências empíricas, contudo, também sugerem que as empresas brasileiras sofrem, de fato, um constrangimento financeiro ao crescimento, dado pelas limitações

² Para uma resenha, ver Rodrigues Júnior e Melo (1999) e Moreira e Puga (2000).

³ Com base em uma amostra de 4.312 empresas industriais, de capital aberto e fechado, Moreira e Puga (2000) calculam que estas participações são, em média, de 55%, 25% e 20% para, respectivamente, recursos internos, dívida e ações.

relativamente estreitas impostas pelo autofinanciamento em empresas sem a escala das empresas americanas ou européias.

Pesquisa realizada pela CNI e Cepal sobre os investimentos na indústria brasileira traçou um quadro do padrão de financiamento e das limitações que este padrão impõe.⁴ No biênio 1998-99, os recursos próprios responderam, em média, por 71% dos recursos necessários aos projetos de investimento das empresas. Os recursos de terceiros responderam por 28% do total e foram obtidos principalmente com os bancos. O financiamento mediante a incorporação de novos sócios respondeu por apenas 1% do total e a emissão de ações, em particular, teve participação nula como fonte de financiamento dos investimentos. Observam-se algumas diferenças por porte de empresa, mas sem inversão da importância relativa das fontes de financiamento. As pequenas empresas dependeram ainda mais do autofinanciamento (80%) e utilizaram comparativamente menos o financiamento dos bancos oficiais (7,9%). Para o triênio 2000-02, as empresas esperavam poder contar com uma participação maior de recursos de terceiros. Permanecia, no entanto, o predomínio do autofinanciamento.

As evidências empíricas sugerem que as empresas brasileiras sofrem um constrangimento financeiro ao crescimento, dado pelas limitações estreitas impostas pelo autofinanciamento

Tabela 4

Fonte de Financiamento dos Investimentos Industriais		
Participação % Média		
	1998/99*	2000/02**
Recursos próprios	70,7	59,5
Novos sócios:	1,2	1,1
bolsa	0	0,2
fundos de pensão	0	0,2
outros	1,2	0,7
Recursos de terceiros:	28,1	39,4
bancos oficiais	14,4	22,5
bancos privados	6,8	6,8
externo	4,3	6,2
debêntures	0,6	0,6
outros	2	3,4

* Efetivo.

** Esperado / planejado.

Fonte: CNI e Cepal.

⁴ CNI e CEPAL (2001).

A importância relativa das diferentes fontes de recursos de terceiros apontada na pesquisa é a mesma que decorre da comparação das fontes de emissões discutidas nas seções anteriores. Para o ano de 2002, a tabela abaixo compara as captações de recursos pelas empresas no sistema bancário, no mercado de capitais e no mercado externo através da emissão de títulos. O total de títulos emitidos no exterior foi convertido em reais à taxa de câmbio média do ano passado. No caso do crédito bancário, o montante se refere às concessões feitas no ano pelo sistema financeiro às pessoas jurídicas. Este montante se distingue do saldo das operações de crédito porque não inclui os cancelamentos nem o rendimento que incide sobre os saldos. Além disso, refere-se apenas às concessões com recursos livres, às quais foram somados os desembolsos do Sistema BNDES. Trata-se, portanto, de um montante que subestima o total das operações de crédito no período. Ainda assim, os créditos bancários respondem por mais de 90% do total de recursos captados com terceiros em 2002.

Os créditos bancários respondem por mais de 90% do total de recursos captados com terceiros em 2002

Tabela 5

Sumário das Captações de Recursos pelas Empresas em 2002 por Fonte		
	Volume R\$ milhões	Participação %
Concessões de crédito bancário ¹	602,2	94
Emissões primárias no merc. capitais	19,6	3
Emissão de bônus, <i>notes</i> e <i>com. papers</i> ²	18,1	3

Observações:

1. As concessões de crédito bancário referem-se às concessões acumuladas no ano das operações de crédito com recursos livres para pessoas jurídicas, conforme Nota para Imprensa do BC, mais os desembolsos do Sistema BNDES de acordo com os informativos do Banco.
2. As emissões de títulos no mercado externo foram convertidas em reais ao câmbio médio de 2002.

3. Diagnóstico dos problemas

Os problemas de financiamento ao setor produtivo no Brasil têm múltiplas raízes. No âmbito dos financiamentos bancários, por exemplo, os custos elevados e os reduzidos volumes devem-se a questões tanto de ordem conjuntural como de ordem estrutural. Estas questões atuam, em maior ou menor medida, sobre os dois componentes básicos do custo do tomador do empréstimo: a taxa básica de juros, que é a base da remuneração do poupador, e o chamado *spread* bancário, que representa a remuneração bruta do intermediário financeiro. No âmbito destes dois componentes, há um conjunto de influências que determinam o seu nível. O financiamento via mercado de capitais, por outro lado, enfrenta um elenco próprio de obstáculos que incluem o custo para as empresas de gerar e disponibilizar as informações necessárias, o elevado risco de aplicar no mercado de ações, por parte dos investidores individuais, e a própria falta de cultura de atuação no mercado.

3.1 Taxa básica de juros elevada

A taxa básica de juros elevada é um dos motivos pelos quais as taxas de empréstimo são tão altas (o outro motivo é o *spread* bancário, também muito elevado). A taxa básica de juros é que determina o custo de captação dos bancos (taxa de captação), e é sobre este custo que os bancos fixam os seus *spreads* de modo a estabelecer a taxa que será cobrada nas operações de empréstimo.⁵ Supondo constante o *spread* bancário, quanto maior a taxa básica de juros, maior a taxa de empréstimo.

A taxa básica de juros é a taxa média à qual se dão, em operações de apenas um dia (*overnight*), as trocas de reservas bancárias com lastro em títulos públicos federais. Estas trocas são registradas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), razão pela qual a taxa média é designada como taxa Selic. O Comitê de Política Monetária (Copom), em suas reuniões mensais, fixa uma meta para a taxa Selic, que é, então, perseguida pelo Banco Central mediante oferta ou retirada de recursos do mercado aberto.

A taxa básica de juros elevada é um dos motivos pelos quais as taxas de empréstimo são tão altas

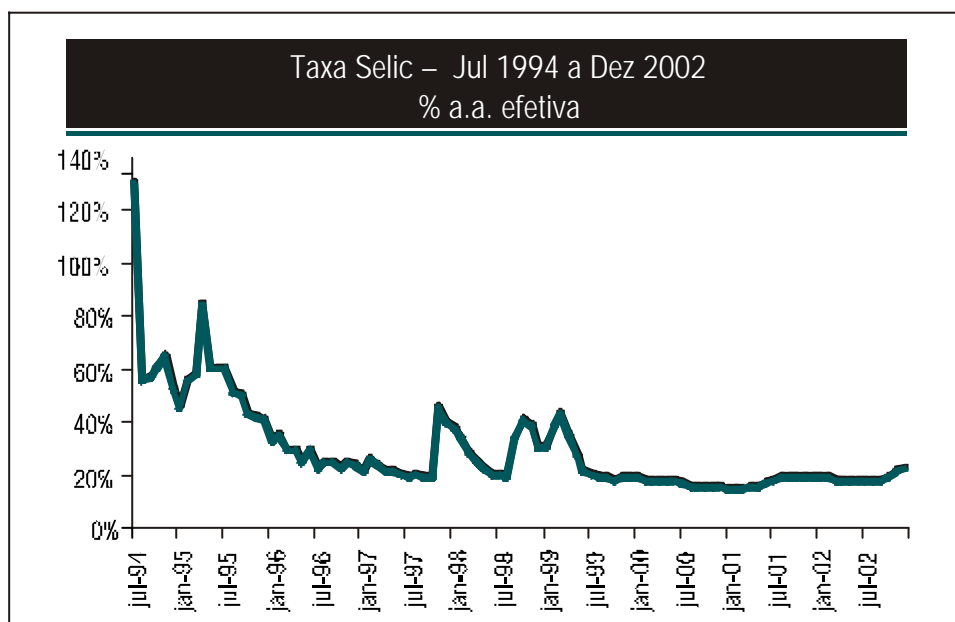
⁵ O relevante para o custo de captação, contudo, não é apenas a taxa básica presente, mas também aquelas antecipadas pelo mercado futuro.

A taxa básica de juros é o principal instrumento de política monetária. Entre o lançamento do Plano Real em julho de 1994 e o início do ano de 1999, o País adotou o regime de taxa de câmbio administrada, no qual a relativa rigidez da taxa de câmbio do real em relação ao dólar funcionava como âncora nominal dos preços. Como a sustentação deste regime dependia da manutenção de um nível elevado de reservas internacionais, o diferencial entre a taxa de juros doméstica e a externa tinha que se manter alto.

Em janeiro de 1999, porém, o regime cambial mudou, e a partir de julho daquele ano o regime monetário passou a ser o de metas para inflação. Neste regime, a taxa de juros é fixada a cada momento de modo a adequar a trajetória futura da inflação às metas previamente fixadas. No esforço de antecipar esta trajetória, o Copom acompanha um conjunto de fatores, tais como o comportamento comparado da demanda e oferta de bens e serviços, a possibilidade de ocorrência e propagação de choques de oferta e a evolução da taxa de câmbio. O fato de ter adotado o regime de câmbio flutuante não torna a taxa de câmbio irrelevante para fins de política monetária, porque os aumentos da taxa de câmbio são parcialmente repassados aos preços e podem comprometer o cumprimento das metas de inflação.

**A taxa básica de
juros é o principal
instrumento de
política monetária**

Gráfico 6



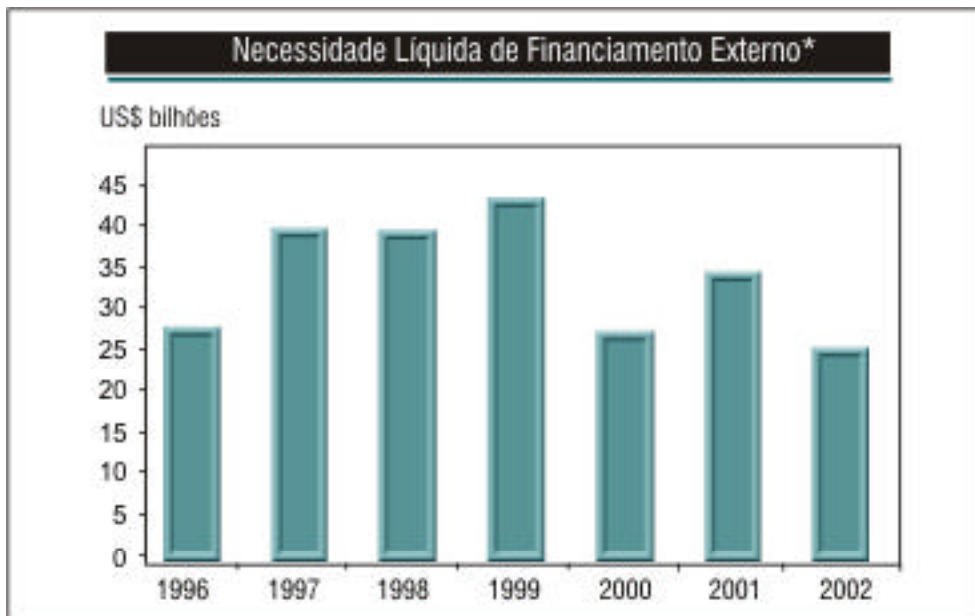
Fonte: Banco Central.

A necessidade de financiamento externo continua a ser, portanto, um fator crucial na determinação da taxa de juros doméstica. Quanto maior a necessidade de financiamento externo para cobrir o déficit em conta corrente e as obrigações financeiras com o resto do mundo, maior o prêmio de risco exigido pelos investidores, pois maior a vulnerabilidade do País às mudanças nas condições de liquidez internacional. Prêmio de risco mais alto resulta em taxas de juros domésticas também mais elevadas, caso contrário a redução na entrada líquida de capital externo implicará desvalorização da taxa de câmbio, com impactos sobre a inflação. A necessidade de financiamento externo do Brasil se reduziu nos últimos anos após a adoção do regime de câmbio flutuante, especialmente quando já descontada a entrada de recursos para investimento direto (necessidade de financiamento líquido). Mas ainda há dúvidas quanto a sua consistência, o que contribui para manter elevados o prêmio de risco e a taxa de juros.

A necessidade de financiamento interno é outro fator que limita a queda das taxas de juros domésticas. Com um déficit nominal correspondente a 10,4% do PIB, incluído o impacto da desvalorização cambial, e uma dívida líquida do setor público consolidada

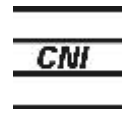
A necessidade de financiamento externo continua a ser um fator crucial na determinação da taxa de juros doméstica

Gráfico 7



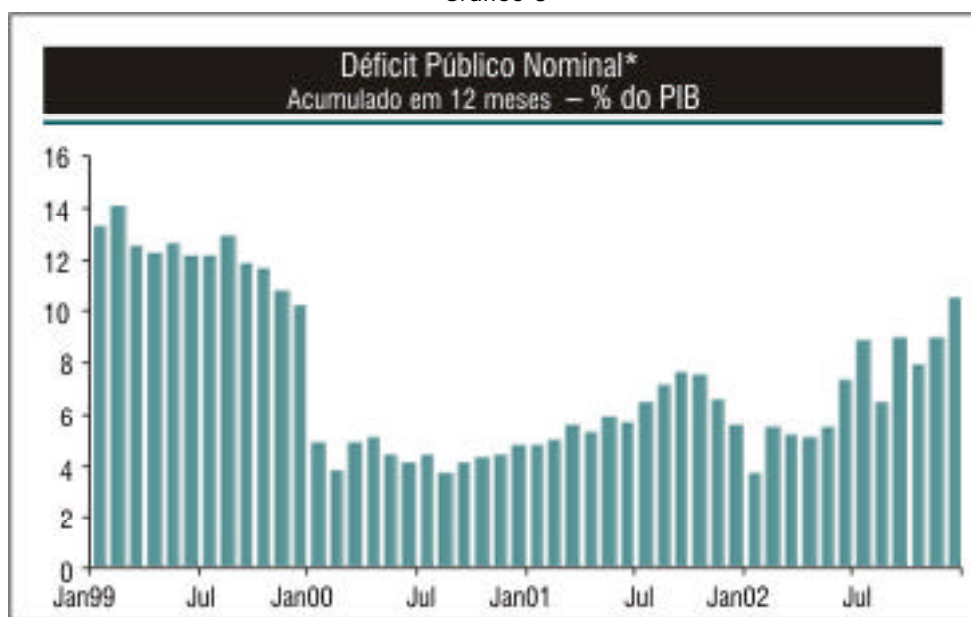
Fonte: Banco Central.

*Soma das transações correntes e amortizações menos o investimento externo direto.



de 55,9% do PIB em dezembro de 2002, o setor público concorre com o privado pela apropriação dos recursos financeiros disponíveis. O déficit público também contribui para aumentar as necessidades de financiamento externo e para aumentar o prêmio do risco-país.

Gráfico 8



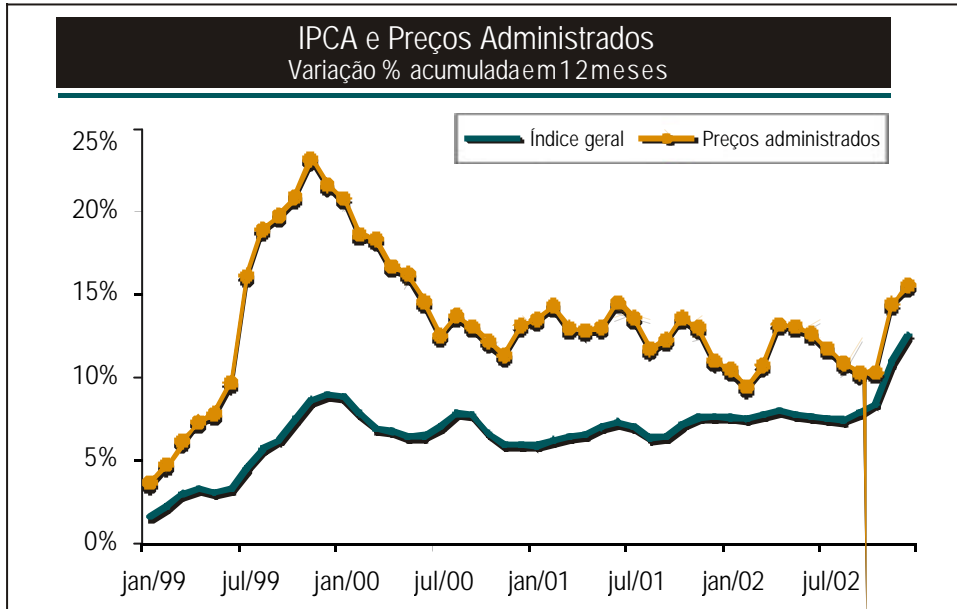
Fonte: Banco Central.

* Com desvalorização cambial sobre o estoque da dívida mobiliária interna.

Outro fator que tem pressionado as taxas de inflação e dificultado a queda da taxa de juros é o comportamento dos preços administrados

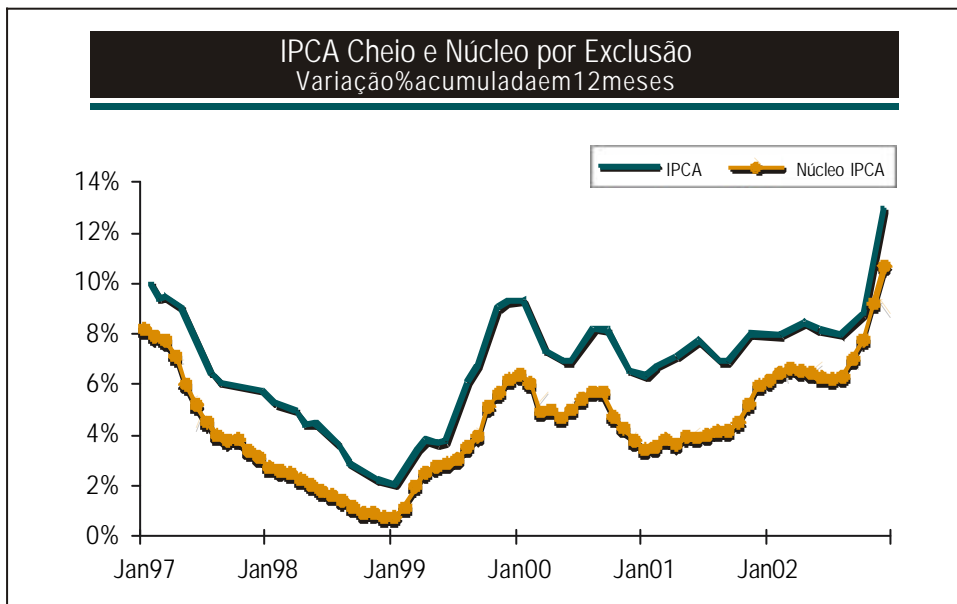
Os determinantes da taxa de juros básica elevada são, sobretudo, de natureza macroeconômica. Não obstante, outro fator que tem pressionado as taxas de inflação e dificultado a queda da taxa de juros é o comportamento dos preços administrados, que são determinados por contratos preestabelecidos ou por um órgão do setor público. Nos últimos anos, os preços administrados subiram muito acima das metas de inflação, exigindo, em compensação, que os demais preços subissem bem menos, o que foi obtido com a manutenção da taxa de juros elevada. O que explica, em grande parte, o comportamento dos preços administrados no período é a sua indexação, seja ao dólar, como no caso dos derivados de petróleo, seja aos índices gerais de preços (IGP-DI e IGP-M), como no caso das tarifas de eletricidade e serviços telefônicos. Por serem constituídos principalmente por preços no atacado, os IGPs são muito sensíveis às variações do dólar e, desde a mudança do regime cambial, vêm registrando taxas de inflação significativamente maiores que as dos índices de preços ao consumidor.

Gráfico 9

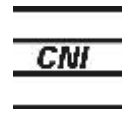


Fonte: IBGE / Elaboração: CNI.

Gráfico 10



Fontes: IBGE e CNI.



Por fim, há pelo menos um aspecto operacional do regime de metas para inflação que também dificulta a queda da taxa de juros. As metas são fixadas para um índice “cheio”, o IPCA. Os índices cheios são muito sensíveis a altas de preços pontuais e episódicas, como das tarifas e de alguns preços agrícolas, que não necessariamente se transmitem para os demais preços da economia, ou seja, não geram inflação *stricto sensu*. Esta seria apurada com mais precisão por uma medida de núcleo. O Gráfico 10 ilustra como o núcleo, obtido por exclusão dos preços de alguns alimentos e dos administrados, e o índice cheio estiveram apartados a maior parte do tempo nos últimos anos.

3.2 *Spreads* bancários altos

O *spread* bancário corresponde à remuneração bruta do agente financeiro pelo desempenho de suas funções próprias de mobilização de poupança e alocação de crédito. Em termos práticos, o *spread* constitui-se na diferença entre as taxas ativas do sistema bancário, isto é, a taxa de empréstimo cobrado do tomador de crédito, e a taxa de captação, que é a taxa à qual o poupador é remunerado.

O *spread* bancário tem que cobrir custos e despesas relativos à atividade de concessão de crédito e proporcionar uma margem líquida para o intermediário financeiro compatível com os riscos inerentes à atividade. Ou seja, deve cobrir as despesas com impostos e as despesas administrativas e proporcionar remuneração pelo risco de crédito e pelo risco de liquidez. O risco de crédito é o risco de o tomador do empréstimo atrasar ou não honrar seus compromissos. Já o risco de liquidez embute o risco de variação na taxa de juros e o risco sistêmico de quebra em cadeia de instituições financeiras.

Em dezembro de 2002, a taxa de juros prefixada para o tomador final pessoa jurídica se encontrava em 50,5% ao ano, de acordo com os dados consolidados pelo Banco Central. Os *spreads* praticados variavam, conforme a operação, entre 7,1 pontos percentuais (operações de *vendor*) e 55,6 pontos percentuais (conta garantida). Nas operações com pessoas físicas, os *spreads* eram ainda maiores, variando entre 27,5 e 142,2 pontos percentuais em dezembro de 2002. Ou seja, o custo do tomador final de recursos deve-se em grande parte à elevada cunha entre a taxa de captação e a taxa de empréstimo. Ao longo dos últimos anos, o *spread* bancário reduziu-se de forma consistente apenas no biênio 1999-2000, tendo voltado a subir a partir de meados de 2001.

O custo do tomador final de recursos deve-se em grande parte à elevada cunha entre a taxa de captação e a taxa de empréstimo

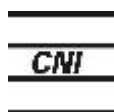
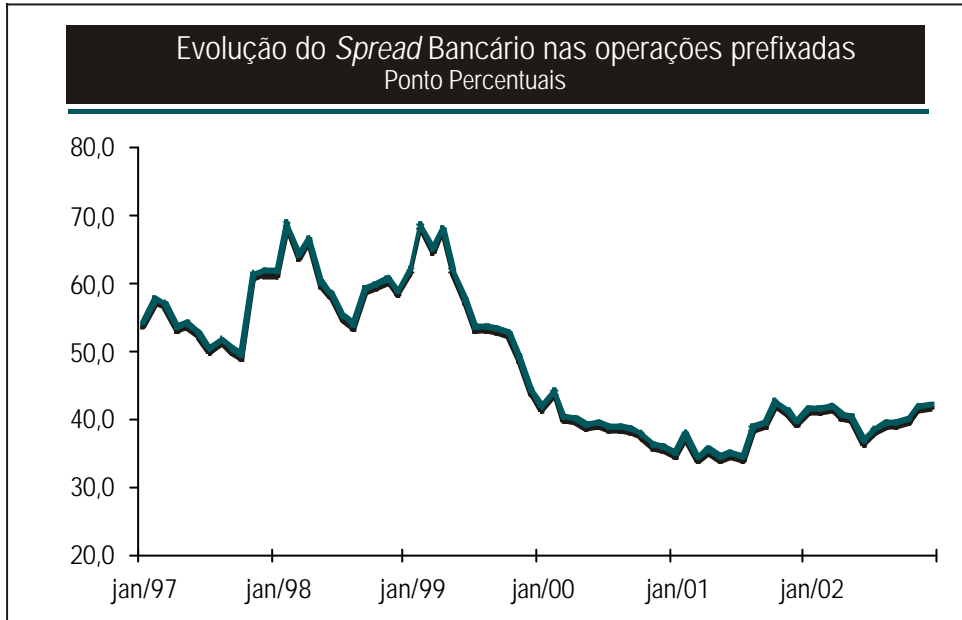


Gráfico 11



Fonte: Banco Central.

Para compreender as razões de um *spread* tão elevado é preciso investigar a contribuição de cada um dos seus componentes. Este esforço foi feito pela primeira vez pelo próprio Banco Central em outubro de 1999 e atualizado nos anos seguintes. A amostra inicial foi constituída por 17 grandes bancos privados, responsáveis por cerca de dois terços dos créditos concedidos pelos bancos privados. Foram consideradas apenas as operações com recursos livres, cujas taxas são livremente pactuadas; ou seja, não foram observadas as operações de empréstimo vinculadas a recursos oficiais e externos (operações de Finame e ACC, p. ex.) nem as operações de financiamento com taxas de juros estabelecidas pela autoridade monetária (crédito imobiliário e rural).

Os componentes do *spread* foram discriminados em despesas administrativas, margem líquida dos bancos, provisão para inadimplência, impostos diretos (IR e CSLL) e impostos indiretos – que incluem, além, do PIS, Cofins, IOF e CPMF, o compulsório sobre depósitos a prazo e a contribuição para o Fundo Garantidor de Crédito.⁶ A decomposição do *spread* e a evolução de seus componentes de 1999 a 2002 encontram-se na Tabela 6.

⁶ As taxas de captação utilizadas para o cômputo dos *spreads* bancários foram as taxas dos CDBs.

Para compreender as razões de um *spread* tão elevado é preciso investigar a contribuição de cada um dos seus componentes

Tabela 6

Composição do Spread Bancário (% do total)				
	Ago/99	Ago/00	Ago/01	Ago/02
Spread (% a.m.)	3,21	2,52	2,65	2,76
Participação dos componentes				
Despesas de Inadimplência	11	13	16	17
Despesas Administrativas	20	18	19	14
Impostos Indiretos	12	9	8	8
Impostos Diretos	21	20	19	21
Margem Líquida	36	39	37	40

Fonte: Banco Central.

A margem líquida é o fator de maior peso na determinação do *spread* bancário, seguida pela cunha fiscal, as despesas de inadimplência e as despesas administrativas

A margem líquida é o fator de maior peso na determinação do *spread* bancário, seguida pela cunha fiscal (29% em agosto de 2002, incluindo impostos diretos e indiretos), as despesas de inadimplência e as despesas administrativas. A comparação com agosto de 1999 revela um aumento na participação das despesas de inadimplência e da margem líquida dos bancos; por outro lado, caíram as despesas administrativas e os impostos indiretos. A seguir, é feita uma análise mais detida sobre a composição do *spread*.

Despesas administrativas – Este componente ainda é alto se comparado a padrões internacionais e reflete o superdimensionamento do setor, principalmente no que diz respeito ao número de agências, típico da época de inflação elevada, e à baixa alavancagem de operações de empréstimo no País. As despesas administrativas, por apresentarem um custo fixo elevado, exibem economias de escala em um amplo domínio do mercado relevante de crédito. Sua redução no passado recente reflete o aumento do volume de operações de crédito e a maior eficiência do setor bancário.

Despesas com inadimplência – Este componente corresponde, nos demonstrativos contábeis dos bancos, à conta de despesas com provisões para perdas com operações de crédito. Até dezembro de 1999, as normas contábeis exigiam que os bancos fizessem o provisionamento para devedores duvidosos para a totalidade dos créditos em liquidação e para uma proporção dos créditos em atraso. A partir de fevereiro de 2000, sob os efeitos da Resolução nº 2.682, os bancos foram obrigados a classificar as

operações de crédito em função do risco e a fazer o imediato provisionamento, cuja proporção depende da classificação.

Impostos indiretos – São constituídos pelo PIS e Cofins, incidentes sobre o faturamento do banco às alíquotas de 0,65% e 3%, respectivamente, pelo IOF sobre o valor emprestado (a alíquota varia em função do prazo) e pelo Fundo Garantidor de Crédito, que incide à alíquota de 0,025% sobre o saldo mensal de captação e se destina a assegurar os depósitos dos correntistas do banco em caso de falência. O recolhimento compulsório sobre os depósitos a prazo também foi incluído entre os impostos indiretos. Essa é a parcela mais visível do Custo Brasil no *spread* bancário, por envolver impostos que são cumulativos e que promovem distorções nos preços relativos.

Impostos diretos – A cunha fiscal associada aos impostos diretos, isto é, o imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro líquido, é calculada considerando-se a tributação incidente sobre o lucro auferido pelo banco, indo, portanto, a reboque da margem líquida. Atualmente, as alíquotas do IR e da CSLL sobre o lucro das instituições financeiras são de 25% e 9%, respectivamente.

Margem líquida – Representa a rentabilidade sobre o capital próprio dos bancos. Aferida por resíduo, é influenciada por vários fatores, como o risco associado à atividade bancária, os direcionamentos de crédito, o custo de oportunidade do capital e o grau de concorrência existente na atividade bancária.

A partir desse diagnóstico, o Banco Central adotou um conjunto de medidas destinadas a facilitar a redução do *spread* e propôs várias medidas no âmbito dos poderes Executivo e Legislativo com o mesmo fim. O foco principal dessas medidas era a redução da cunha fiscal (diminuição dos compulsórios e dos impostos) e do risco (aumento de informações da Central de Risco, maior agilidade na execução de garantias, etc.) associado às operações de empréstimo. A queda do *spread* que se seguiu sugere o sucesso da iniciativa, principalmente na redução da cunha fiscal, com a diminuição da alíquota dos compulsórios e do IOF nas operações com pessoas físicas ainda em 1999. Mas nem todas as medidas foram implementadas, e a redução dos compulsórios foi parcialmente revertida em 2002 (ver Banco Central, 2003).

O *spread* bancário é sensível às condições macroeconômicas. Koyama e Nakane (2002) sugerem uma forma alternativa de decomposição do *spread* que evidencia essa sensibilidade. A decomposição apresentada acima se orienta pela disponibilidade

O Banco Central adotou um conjunto de medidas destinadas a facilitar a redução do *spread* e propôs várias medidas no âmbito dos poderes Executivo e Legislativo com o mesmo fim



de dados contábeis e não se presta a reconstruir os fundamentos da política de fixação do *spread* pelo agente financeiro. A decomposição contábil tende, por exemplo, a superestimar a importância da margem líquida quando a inadimplência está em alta, porque o *spread* sobe antes que isso se reflita nas provisões contábeis para devedores duvidosos. Além disso, a decomposição contábil não permite antecipar o impacto sobre o *spread* bancário de mudanças em variáveis relevantes, como a taxa Selic.

Na abordagem alternativa, os determinantes do *spread* bancário são identificados com base em um modelo econométrico, em que as variáveis independentes (explicativas do comportamento do *spread*) são a taxa Selic, as despesas administrativas, o *spread* do C-Bond sobre os títulos do Tesouro americano de mesmo prazo (uma medida do risco-país), os impostos indiretos e o compulsório sobre depósitos à vista. Com esta especificação, a variável risco (*spread* do C-Bond) foi o componente de maior relevância na determinação do *spread* bancário, seguida do custo administrativo. Os impostos indiretos ganharam importância relativa no período do estudo, entre agosto de 1999 e setembro de 2001, em linha com as mudanças observadas na CPMF, enquanto, a partir do final de 2000, a importância da taxa Selic se reduziu.

A conclusão é que alterações na conjuntura econômica que se reflitam no prêmio de risco do País têm impacto significativo sobre o *spread* bancário e explicam sua evolução desfavorável no período recente. A melhoria das condições macroeconômicas é, portanto, fundamental para a redução do custo dos empréstimos porque permite a queda sustentável não apenas da taxa básica de juros como também do *spread* bancário. Adicionalmente, fatores estruturais como a previsão de garantias ao credor e a concorrência bancária devem ser contemplados para que os *spreads* praticados no Brasil caiam aos níveis internacionais.

3.3 Insuficiência de crédito de longo prazo

A insuficiência de crédito de longo prazo é um problema que, por muito tempo no Brasil, esteve associado à instabilidade macroeconômica, em especial às taxas de inflação elevadas. Com a estabilidade de preços trazida pelo Plano Real e o estabelecimento de um ambiente econômico mais propício ao planejamento, acreditava-se que o aumento da demanda e da oferta de crédito de longo prazo ocorreria naturalmente. Adicionalmente, reformas estruturais, como a da Previdência Social, atuaram no sentido de ampliar a poupança de longo prazo do País, compatibilizando a captação de instituições financeiras e não-financeiras com a aplicação em ativos de longa maturidade.

Alterações na conjuntura econômica que se reflitam no prêmio de risco do País têm impacto significativo sobre o *spread* bancário

Não obstante, a obtenção de financiamentos de longo prazo continua a se constituir um problema para a maioria das empresas brasileiras. Uma das razões para isso está no desenvolvimento insuficiente de nosso mercado de capitais, cujos determinantes serão discutidos adiante. Outro fator explicativo importante, porém, é o fato de que o período de estabilização de preços foi todo ele acompanhado por taxas de juros de curto prazo elevadas e instáveis, trazendo para o planejamento de longo prazo inconvenientes semelhantes aos que eram antes produzidos pela inflação. Desde a implantação do Plano Real, em 1994, a economia brasileira passou por vários “choques” de juros, sendo que em três deles a taxa básica de juros dobrou (ver Gráfico 6).

A permanência de taxas de juros de curto prazo elevadas desestimula a aplicação em projetos de investimento de longo prazo tanto por parte do investidor pessoa física quanto do investidor institucional. A carteira dos fundos mútuos de investimento, que totalizava R\$ 365,5 bilhões em dezembro de 2002, é extremamente concentrada em títulos federais, um reflexo da taxa de juros elevada à qual o governo se financia. Adicionalmente, 23,6% da carteira estava aplicada em operações compromissadas, operações de curtíssimo prazo com lastro em títulos públicos. Por outro lado, as aplicações em títulos privados e debêntures juntas respondiam por pouco mais de 10% da carteira. Também no caso das entidades fechadas de previdência privada, a carteira de investimentos se concentra em aplicações de curto prazo e elevada liquidez, como os fundos de investimento, a despeito de estas instituições captarem poupança de longo prazo.

Por outro lado, é importante destacar o crescimento bastante significativo nos anos recentes da poupança financeira que poderia ser destinada a investimentos de longo prazo. O patrimônio líquido dos fundos mútuos de investimento no Brasil passou de R\$ 73 bilhões em 1995 para R\$ 365,5 bilhões em dezembro de 2002, um aumento de 130% acima da inflação do IGP-M. Os ativos das entidades fechadas de previdência privada (fundos de pensão) passaram de R\$ 74,8 bilhões em dezembro de 1995 para R\$ 178,2 bilhões em novembro de 2002. Esses ativos correspondiam a 8,2% do PIB em 1995, passando a 15% em 2002. Em ambos os casos foi expressivo também o aumento do número de fundos existentes, que na década de 90 mais do que quintuplicaram no caso dos fundos de investimento e mais do que duplicaram no caso dos fundos de pensão.

Assim, embora ainda haja espaço para um crescimento adicional da poupança de longo prazo, resultante, por exemplo, de um aprofundamento da reforma da Previdência,

**A permanência de
taxas de juros de
curto prazo
elevadas
desestimula a
aplicação em
projetos de
investimento de
longo prazo**

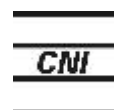


Tabela 7

Carteira dos Fundos Mútuos de Investimento Dez.2002		
	R\$ milhões	Part.%
Títulos federais	202.769	55,5
Títulos estaduais e municipais	28	0,0
Títulos privados	21.600	5,9
Debêntures	16.219	4,4
Notas promissórias	12	0,0
Quotas de fundos	426	0,1
Operações compromissadas	86.209	23,6
Ações	31.286	8,6
Outros	7.003	1,9
Total da carteira	365.553	100

Fonte: Banco Central.

Tabela 8

Carteira de Investimentos dos Fundos de Pensão Nov.2002		
	R\$ milhões	Part.%
Ações	25.687	16,3
Imóveis	11.057	7,0
Depósitos a prazo	3.787	2,4
Fundos de inv. renda fixa	66.833	42,5
Fundos de inv. renda variável	14.458	9,2
Empréstimo a participantes	3.087	2,0
Financiamento imobiliário	3.459	2,2
Debêntures	3.719	2,4
Títulos públicos	20.438	13,0
Outros	4.711	3,0
Oper.c/patrocinadoras	84	0,1
Total	157.320	100

Fonte: Abrapp.

a disponibilidade de recursos de longo prazo não parece mais se constituir no principal obstáculo à oferta de financiamentos longos pelo setor privado. O acesso das empresas a estes recursos esbarra, porém, na preferência dos investidores pelos títulos públicos, que remuneram muito e têm risco reduzido. Enquanto prevalecerem estas condições, o fornecimento de crédito de longo prazo tende a ficar concentrado nas instituições oficiais.

A insuficiência de crédito para o setor privado não decorre apenas das taxas elevadas de remuneração dos títulos públicos. Aspectos regulatórios também podem estar desempenhando um papel importante. Soares (2001) argumenta que a adesão do Brasil ao Acordo de Basiléia foi um fator limitativo do crescimento do crédito para o setor privado. Os bancos brasileiros foram obrigados a se sujeitarem a parâmetros mais rigorosos e a exigências adicionais em relação àquelas sugeridas pelo Acordo,⁷ o que criou um incentivo ainda maior para que aplicassem em títulos públicos federais, aos quais é atribuído risco zero e não exigem correspondência com o capital. Ao privilegiar a solidez do sistema financeiro, a regulação bancária desestimulou a oferta de crédito.

3.4 Baixo grau de desenvolvimento do mercado de capitais

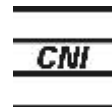
Nos últimos dois anos foram divulgados vários estudos sobre o mercado de capitais no Brasil, como os de Rocca (2001), Nóbrega et al. (2000) e Barros et al. (2000). Entre estes estudos se observa uma grande coincidência na identificação dos fatores determinantes do subdesenvolvimento do mercado. Alguns desses fatores foram reduzidos em 2002, como a eliminação da CPMF incidente sobre as operações em bolsa de valores e o aperfeiçoamento da Lei das S.A., mas ainda não houve tempo hábil nem condições adequadas para que seus efeitos se pudessem sentir.

3. 4.1 O papel da tributação

A questão tributária é um dos principais problemas com que se depara o mercado de capitais brasileiro. A carga tributária elevada onera as empresas em geral, mais em particular as empresas de capital aberto, que são obrigadas a assegurar transparência às suas demonstrações contábeis. O patamar atual da carga tributária é, portanto, um fator de desestímulo à abertura de capital, contribuindo para a estreiteza do mercado de capitais local. Segundo Rocca (2001), metade das empresas abertas no Brasil tem carga tributária sobre o valor adicionado superior a 49%.

⁷ A razão entre capital e ativo ponderado pelo risco é de 11% no Brasil atualmente, em contraste com os 8% recomendados pelo Acordo.

A questão tributária é um dos principais problemas com que se depara o mercado de capitais brasileiro



Além da carga elevada, a estrutura tributária é inadequada para o crescimento do mercado de capitais. A partir de 2002, o imposto de renda passou a incidir com a mesma alíquota de 20% sobre os rendimentos de renda variável, ganhos de capital e renda fixa, contrariando a prática mais disseminada internacionalmente de tributar menos a renda variável e os ganhos de capital. Também a partir de 2002, os rendimentos dos fundos de previdência complementar ficaram sujeitos à incidência do imposto de renda. A tributação do fluxo de rendimentos, em lugar do diferimento para o momento do resgate, limita a capitalização destes fundos e seus investimentos no mercado de capitais.

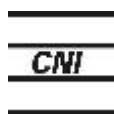
Por fim, até julho de 2002, as operações no mercado de capitais eram oneradas pela incidência da CPMF. Embora parecesse baixa, a alíquota da CPMF, de 0,38%, era muito maior que os emolumentos cobrados pelas bolsas e maior que a taxa de administração cobrada por vários administradores de recursos nos Estados Unidos e na Europa, o que teria contribuído para a migração dos negócios para as bolsas americanas sob a forma de ADR.⁸

Outra razão para o subdesenvolvimento do mercado de capitais estava na proteção insuficiente a acionistas minoritários e credores

3.4.2 Proteção insuficiente a minoritários e credores

Outra razão para o subdesenvolvimento do mercado de capitais estava na proteção insuficiente a acionistas minoritários e credores. Quando se trata de comparar os direitos de acionistas e credores no mundo, uma referência constante é o trabalho de La Porta et al. (1998), que atribuiu aos países um índice de proteção com base no cumprimento ou não de alguns critérios. O índice de proteção aos acionistas varia em uma escala de 0 a 5. Com base na legislação da época, o Brasil obteve três pontos, enquanto outros países em desenvolvimento, como África do Sul, Chile, Índia e Paquistão, obtiveram cinco pontos. No caso dos direitos dos credores, o índice máximo, de quatro pontos, foi obtido por países como Equador, Malásia e Israel, enquanto o Brasil obteve apenas um ponto. A relevância dos indicadores de La Porta et al. reside na constatação de uma correlação positiva entre a proteção ao investidor e o desenvolvimento do mercado de capitais.

Até fevereiro de 2002, a relação entre acionistas minoritários e controladores no Brasil era regida pela Lei nº 6.404/76, conhecida como Lei das S.A. Esta lei permitia que a companhia emitisse até dois terços de ações sem direito a voto, o que resultou em concentração de voto nas mãos de poucos acionistas (a rigor, o controle de uma companhia podia ser obtido com a posse de apenas um sexto das ações). Além disso, o direito de recesso,



⁸ Nóbrega et al. (2000) mostram que o custo para a negociação de um lote de ações da Telebras podia ser cinco vezes maior na Bovespa do que em Nova Iorque.

assegurado originalmente ao minoritário em caso de reestruturação societária, e a oferta pública obrigatória em caso de venda da companhia aberta foram muito flexibilizados em 1996 para facilitar as privatizações, o que contribuiu para fragilizar a situação dos minoritários. Por tudo isso, a participação acionária incluía um risco societário de difícil avaliação.

A entrada em vigor da nova Lei das S.A. (Lei nº 10.303/01), que ampliou os direitos dos investidores minoritários, e da Lei nº 10.411/02, que ampliou os poderes da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), tende a mudar esse quadro favoravelmente.

3.4.3 Relação custo-benefício da abertura de capital

A abertura de capital pelas empresas envolve custos, alguns deles permanentes. Entre esses custos, encontram-se a subprecificação das ações quando da oferta pública (*underpricing*), as despesas administrativas e a perda de confidencialidade.

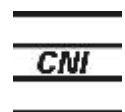
A subprecificação é um prêmio exigido pelos investidores na forma de um deságio sobre o preço de mercado da ação, para compensá-los pelo risco da desinformação. É um fenômeno comum no mercado de ações, mas há evidências de que, no Brasil, é mais elevado do que a média (Rocca, 2001).

As despesas administrativas referem-se não apenas àquelas decorrentes da abertura e subscrição inicial das ações, mas também às despesas regulares de manutenção das companhias abertas, como despesas com auditores, publicação de demonstrações contábeis, pagamento de taxas à CVM e à Bolsa de Valores, etc. Segundo levantamento da Associação Brasileira de Companhias Abertas, citado por Rocca (2001), os custos de manutenção são relativamente elevados e são apontados pelas empresas como a principal desvantagem das companhias abertas.

Finalmente, a perda de confidencialidade decorre do nível de transparência de informações exigido das empresas abertas, conferindo às empresas concorrentes fechadas uma vantagem. As empresas abertas também vêm reduzido o seu espaço para planejamento tributário, o que constitui uma desvantagem competitiva importante em vista do nível da carga tributária no País.

Esses custos constituem um obstáculo tanto maior à abertura de capital quanto menores os benefícios associados à condição de companhia aberta. Um desses benefícios é a liquidez oferecida às participações minoritárias, que proporciona preços

Os custos de manutenção são relativamente elevados e são apontados pelas empresas como a principal desvantagem das companhias abertas



maiores para as ações e, conseqüentemente, menor custo de capital para a empresa. A excessiva concentração da bolsa de valores brasileira, contudo, restringe esta liquidez aos papéis de algumas poucas empresas. Nos últimos anos, as dez ações mais negociadas na Bovespa responderam por mais de 50% do total dos negócios. Ou seja, embora todas incorram nos custos, poucas empresas auferem plenamente os benefícios associados à abertura de capital.

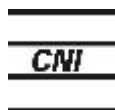
3.4.4 Ambiente macroeconômico de incerteza

A hiperinflação até meados da década de 90 e as taxas de juros altas e voláteis contribuíram para aumentar o risco e reduzir a atratividade dos investimentos no mercado de capitais. Nesse ambiente, a transparência e previsibilidade, consideradas essenciais ao pleno desenvolvimento do mercado, ficam prejudicadas. A instabilidade macroeconômica também se reflete na instabilidade de leis, agravando a insegurança jurídica e o risco de quebra de contratos.⁹ A alteração da Lei das S.A. realizada em 1996 para facilitar as privatizações é um exemplo desta instabilidade.

Por essas razões, a volatilidade do Ibovespa, medida como o desvio-padrão dos retornos, é elevada para padrões internacionais. Dados da International Finance Corporation, compilados por Rocca (2001), mostram que, no período de 1992 a 1997, a volatilidade anualizada do Ibovespa foi de quase 40% contra pouco mais de 10% do Standard & Poor's 500 para a bolsa americana e um pouco menos de 25% no Chile. Adicionalmente, dadas as intensas flutuações e choques de natureza macroeconômica observados no Brasil nas últimas décadas, os resultados da comparação entre o retorno dos investimentos em ações e o dos investimentos em renda fixa variam acen-tuadamente com o período considerado (Rocca, 2001) e desafiam a idéia de que aplicar em ações é sempre um bom negócio a longo prazo.

Mas não é apenas a bolsa de valores que é afetada pelo ambiente macroeconômico de incerteza. As elevadas taxas de juros que prevalecem no Brasil em função da incerteza constituem um obstáculo ao desenvolvimento de outros projetos no mercado de capitais. Um exemplo é o caso do Sistema Financeiro Imobiliário. Legalmente instituído em 1997, o sistema funciona, até hoje, de forma limitada, porque a demanda por financiamento para a compra de imóveis às taxas de juros atuais é reduzida.

A hiperinflação até meados da década de 90 e as taxas de juros altas e voláteis contribuíram para aumentar o risco e reduzir a atratividade dos investimentos no mercado de capitais



⁹ Em relação ao papel das instituições judiciais no sistema financeiro de um modo geral, ver Pinheiro e Cabral (1998).

4. Linhas de ação

A solução para os problemas de financiamento enfrentados hoje pelo setor produtivo é complexa e tem várias dimensões. Dificilmente, por exemplo, será possível avançar muito na ausência de estabilidade econômica que permita uma sensível redução das taxas de juros. Não obstante, há espaço para a adoção de medidas que minimizem o problema e preparem o caminho para que as condições e a disponibilidade de financiamento venham ao encontro das necessidades das empresas no processo de crescimento sustentado. Esta seção aponta algumas dessas medidas.

4.1 Para reduzir a taxa básica de juros

Assegurar a estabilidade macroeconômica

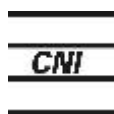
A taxa básica de juros é o principal instrumento de política monetária, de modo que seus determinantes são, essencialmente, de natureza macroeconômica. Para que a taxa de juros se reduza para os níveis médios que vigoram nos mercados emergentes (entre 4% e 5% ao ano em termos reais) e se mantenha reduzida, é preciso que as condições estruturais da economia o permitam; o País não pode se distanciar muito nem de forma permanente do equilíbrio interno e externo. Em outras palavras, é preciso assegurar relativa estabilidade macroeconômica, o que resulta em um prêmio de risco mais baixo. É verdade que esta estabilidade não depende apenas dos determinantes domésticos. Se observados alguns pré-requisitos, contudo, o País torna-se menos vulnerável a crises que tenham origem externa, e choques de juros podem ser evitados.

O melhor exemplo disso é dado pela mudança do regime cambial no início de 1999. Embora a mudança tenha ela mesma se originado de uma crise externa, a adoção do câmbio flutuante amorteceu os impactos sobre o Brasil das crises seguintes – ainda que as taxas de juros tenham voltado a subir, este aumento foi bem menor comparado aos que se fizeram necessários na época do câmbio administrado. Além da adoção do regime de câmbio flutuante, também constitui um pré-requisito a austeridade na administração das contas públicas. O regime fiscal deve ser consistente com a manutenção da dívida pública em níveis sustentáveis, não explosivos, a longo prazo. Neste sentido, a manutenção das conquistas recentes no que tange à introdução da responsabilidade fiscal nas três esferas de governo é fundamental. Por fim, é igualmente importante preservar a estabilidade de preços. A expectativa de que a inflação permanecerá reduzida e dentro de limites previamente conhecidos diminui a incerteza e facilita a tomada de decisões pelos agentes econômicos, contribuindo para que o

Há espaço para a adoção de medidas que minimizem o problema e preparem o caminho para que as condições e a disponibilidade de financiamento venham ao encontro das necessidades no processo de crescimento sustentado



**Política cambial
flexível,
responsabilidade
fiscal e
preservação da
estabilidade de
preços são
de importância
fundamental para
melhorar as
condições de
financiamento ao
setor produtivo
no Brasil**



sistema financeiro e o mercado de capitais desempenhem melhor o seu papel. Em suma, política cambial flexível, responsabilidade fiscal e preservação da estabilidade de preços são de importância fundamental para melhorar as condições de financiamento ao setor produtivo no Brasil.

Adotar o núcleo de inflação como meta de política monetária

A substituição da inflação plena do IPCA pelo núcleo de inflação permitiria que a política monetária tivesse um foco mais apurado e não precisasse reagir a um aumento de preços administrados, que não pode ser revertido pela contração da demanda agregada. O núcleo de inflação por exclusão retira do índice geral os itens cujos preços não refletem condições de demanda e oferta, como tarifas, preços determinados por contratos preestabelecidos e derivados de petróleo; exclui também os alimentos com fortes oscilações sazonais. Quando da adoção do regime de metas, em julho de 1999, o uso do núcleo foi descartado para não suscitar a desconfiança da população, que já experimentara expurgos de preços casuístas no passado. De fato, a percepção de uma adoção casuística do núcleo deve ser evitada para não comprometer a credibilidade do banco central, fator essencial para a eficácia do regime de metas de inflação. No entanto, sua introdução no momento oportuno poderia evitar elevações desnecessárias da taxa de juros, como as que decorreram da resposta da autoridade monetária aos choques de ofertas (custos) dos últimos anos. Além disso, como pressões de demanda não costumam provocar saltos na inflação, a taxa de juros básica da economia tenderia a ter uma trajetória mais suave, o que também é positivo para o funcionamento da economia.

Desindexar os preços administrados

A indexação direta de parte dos preços administrados à variação da taxa de câmbio do dólar e/ou aos índices gerais de preços tem-se constituído num forte transmissor da inflação passada à inflação futura. Este procedimento é não apenas inadequado, como desnecessário. É inadequado porque vincula a variação dos preços administrados às oscilações da taxa de câmbio, normais no regime de câmbio flutuante, e às quais os IGPs são especialmente sensíveis, razão pela qual os preços administrados vêm respondendo pela maior parte da inflação do IPCA desde 2000. Ou seja, se fossem outras as regras, a inflação do IPCA seria menor e a alta da taxa de juros poderia ter sido, em parte, evitada. O procedimento atual é, além disso, desnecessário porque os custos das empresas provedoras de serviços públicos não variam na mesma proporção do IGP ou do dólar. Portanto, a preservação do equilíbrio econômico e financeiro das empresas concessionárias pode ser obtida com a construção de índices que reflitam de forma mais específica a evolução dos custos do setor. Os contratos em andamento devem ser preservados em respeito à estabilidade das regras, mas os novos contratos devem ter em perspectiva a necessidade de evitar a inflação inercial.

4.2 Para estreitar os *spreads* bancários

Reduzir os compulsórios sobre depósitos à vista e a prazo

Os *spreads* bancários são sensíveis às alíquotas dos depósitos compulsórios que as instituições financeiras devem manter no Banco Central. Após um período inicial de redução, que se estendeu de meados de 1999 a meados de 2001, essas alíquotas voltaram a subir como parte das medidas de redução da liquidez monetária. Pelos padrões internacionais, há espaço significativo para redução. Nesse caso, o aumento dos recursos livres dos bancos poderia ampliar o volume de operações de crédito e levar à redução do seu custo. Como é instrumento de política monetária, contudo, a redução dos compulsórios depende também do estabelecimento das condições macroeconômicas adequadas.

Reduzir os impostos sobre a intermediação financeira e restituir ao IOF a sua natureza regulatória

É significativa a fricção que o setor público acarreta na intermediação financeira. Os impostos indiretos respondem por cerca de 9% dos *spreads* bancários. Por outro lado, o IOF, que foi concebido para ter uma função regulatória, hoje funciona como um tributo de cunho arrecadatário para a União (em 2002, foram arrecadados R\$ 4 bilhões).

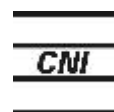
Aperfeiçoar a regulação prudencial

A regulação e a supervisão bancária são realizadas com vistas a reduzir o risco sistêmico, que tem impacto negativo sobre o *spread* bancário. Embora o Banco Central tenha avançado significativamente no que tange à regulação, em linha com os dispositivos do Acordo de Basileia, o acompanhamento efetivo da atuação do mercado financeiro pela autoridade monetária se ressentia da falta de condições materiais e humanas. Essa dificuldade pode ficar mais séria quando as diretrizes do Acordo de Basileia II, que aumentam a autonomia dos bancos para o cálculo dos coeficientes de capital, forem se incorporando às normas de regulação.

Por outro lado, é preciso que a regulação evolua no sentido de encontrar o equilíbrio entre a redução do risco sistêmico e o estabelecimento de um ambiente de concorrência entre as instituições financeiras. Há evidências de que o favorecimento do primeiro objetivo no período pós-Real resultou em aumento da concentração bancária no Brasil (Rocha, 2001).

Fortalecer outros instrumentos de crédito

O fortalecimento de outros instrumentos de crédito que sirvam como substitutos ao crédito bancário, a exemplo dos valores mobiliários e da securitização de recebíveis, tem efeito semelhante ao aumento de pressões competitivas no mercado. A idéia é



tentar tornar a demanda por crédito bancário mais elástica, aumentando o poder de barganha do usuário do setor.

Estimular o uso de derivativos de crédito

A securitização de créditos bancários foi admitida pelo Conselho Monetário Nacional em 1998. Os bancos puderam vender suas carteiras de empréstimos para entidades não integrantes do Sistema Financeiro Nacional, que as compram por meio de companhias securitizadoras de créditos financeiros, constituídas sob a forma de sociedades anônimas de objeto exclusivo. Com a segregação do risco do crédito do risco do banco, a securitizadora pode emitir valores mobiliários. A generalização destas operações tenderia a acarretar redução do *spread* bancário. Primeiro, porque a reciclagem do crédito aumenta as oportunidades dos bancos. Depois, porque a emissão de valores mobiliários seria estimulada, aumentando a pressão competitiva no mercado bancário. Apesar de sua importância, esse instrumento não está tendo a repercussão pretendida. Isto pode estar relacionado com os problemas atinentes ao mercado de capitais, notadamente os custos de emissão de valores mobiliários, mas também pode ter a ver com as normas específicas a estas operações. A norma veda a recompra de créditos cedidos à securitizadora, a aquisição de valores emitidos com base nestes créditos, bem como qualquer outra operação que importe no retorno à instituição cedente do risco representado por crédito cedido.

4.3 Para aumentar a oferta de crédito

Reduzir a razão capital-ativo dos bancos aos níveis recomendados pelo Acordo de Basiléia

A redução da razão dos 11% atuais para os 8% recomendados pelo Acordo aumentaria a capacidade de os bancos concederem crédito sem configurar desrespeito às boas práticas internacionais de regulação do sistema financeiro. A reestruturação do setor bancário no Brasil nos últimos anos (ver Anexo II) aumentou a solidez do sistema financeiro e sofisticou o gerenciamento de risco. O aumento da alavancagem permitida não implicaria, portanto, debilidade da saúde do sistema.

Atribuir risco de crédito positivo aos títulos públicos federais de posse dos bancos para o cálculo do capital exigível

A medida reduziria o estímulo ao carregamento de títulos públicos pelos bancos, possivelmente com implicações positivas para a concessão de crédito. A posse de títulos públicos não exige contrapartida de capital dos bancos porque o risco atribuído a eles é nulo. Soares (2001), contudo, lembra que embora o risco de crédito seja zero,

o mesmo não é verdade com relação ao risco de perda de valor, posto que os títulos federais são fortemente afetados pela volatilidade das taxas de juros e de câmbio e dos índices de preços. O deságio significativo das Letras Financeiras do Tesouro em 2002 é uma evidência disso.

Reduzir a ponderação de risco dos créditos para pequenas empresas e dos créditos garantidos

Ainda no campo regulatório, a redução da ponderação de risco dos créditos para pequenas empresas e dos créditos garantidos poderia representar aumento do crédito para o setor privado sem prejuízo da saúde do sistema financeiro. Os créditos para pequenas empresas são de baixo valor e representam pequena exposição ao risco. De forma semelhante, os créditos cobertos por garantias líquidas, como as dos fundos de aval, também deveriam fazer jus a tratamento diferenciado para fins de cálculo do patrimônio exigível.

Reforçar o estímulo aos bancos para o repasse de crédito do BNDES

A dificuldade de acesso das micro, pequenas e médias empresas ao financiamento do BNDES é um problema que persiste. A implementação dos fundos de aval foi uma iniciativa importante para lidar com a insuficiência de garantias por parte das empresas, mas ainda parece insuficiente para fazer com que as instituições financeiras que fazem a intermediação desses recursos se interessem pelo negócio. É preciso, portanto, reforçar o estímulo aos bancos, por exemplo, com a fixação de metas cujo cumprimento envolva algum tipo de premiação. Iniciativas como o “Programa de Milhagem” do BNDES devem ser ampliadas.

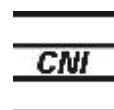
Aumentar a coordenação entre os bancos federais comerciais e de desenvolvimento

A Caixa Econômica e o Banco do Brasil devem atuar de forma mais afinada com os objetivos do BNDES e dos demais bancos de desenvolvimento, em vez de apenas replicarem o comportamento dos bancos privados. Seus critérios de concessão de crédito devem ser mais abrangentes, levando em conta, por exemplo, as implicações sociais dos projetos, sem prejuízo das boas práticas financeiras.

4.4 Para desenvolver o mercado de capitais

Reduzir a carga tributária

Nesse campo, houve avanços e retrocessos. Um avanço foi a isenção da CPMF para as operações no mercado de capitais. Por outro lado, o aumento do imposto de renda sobre aplicações na bolsa e a tributação dos rendimentos das aplicações dos fundos de pensão foram retrocessos que deveriam ser reconsiderados diante da necessidade



de desenvolver o mercado de capitais. Em relação ao último ponto, em particular, deveria prevalecer a prática disseminada internacionalmente de diferir a tributação para o momento de pagamento da pensão.

Estimular a adoção das melhores práticas de governança corporativa

A melhoria no tratamento dispensado pelas empresas aos investidores (minoritários e credores) é considerada um ponto-chave para o desenvolvimento do mercado de capitais. A lei deve assegurar a observação de um conjunto mínimo de regras, e a ênfase das ações neste campo deve estar colocada em mecanismos de estímulo à adesão voluntária pelas empresas. Uma lei excessivamente rigorosa poderia ter como resultado o desestímulo à abertura de capital e à emissão de valores mobiliários, com efeitos sobre o mercado de capitais opostos aos pretendidos. A criação do novo mercado da Bovespa, onde só são admitidas empresas com práticas de governança avançadas, vai na direção correta (ver Anexo V). O desafio, agora, é estabelecer estímulos adicionais de modo a acelerar a adoção dessas práticas.

Reduzir os custos de manutenção das empresas abertas

Algumas exigências podem ser suprimidas, como o fim da obrigatoriedade de publicação de balanços na mídia impressa. Com o avanço da tecnologia de informação, não haveria prejuízo na transparência e disponibilidade das informações se os demonstrativos contábeis fossem disponibilizados apenas na Internet.

Incentivar a poupança de longo prazo

Embora a oferta de poupança de longo prazo possa não representar o principal obstáculo ao desenvolvimento do mercado de capitais (diante, por exemplo, do problema causado pelas elevadas taxas de juros de curto prazo), o crescimento da poupança de longo prazo aliado a condições macroeconômicas mais favoráveis tende a ser um elemento importante na melhoria das condições de financiamento para a economia. No período recente, a percepção pela classe média de que o sistema de previdência oficial seria insuficiente para manter os seus níveis de rendimento e o incentivo fiscal para a aplicação em aposentadoria complementar permitiram o surgimento dos planos de previdência individuais. O tratamento tributário diferenciado poderia ser dirigido também à formação de poupança para outros fins e ser estabelecido de modo que quanto maior o prazo de aplicação, menor a tributação incidente no momento do resgate.

5. Conclusão

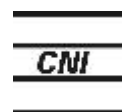
O financiamento à atividade produtiva no Brasil é caro e escasso e constitui um obstáculo ao crescimento das empresas e do País. As taxas de juros reais nos empréstimos bancários se encontram entre as mais elevadas do mundo e o montante de crédito expresso como proporção do PIB é consideravelmente mais baixo que nos países industrializados e nas economias emergentes. O mercado de capitais é pouco desenvolvido e o financiamento externo é instável, além de ter se tornado mais arriscado com a introdução do regime de câmbio flutuante.

As dificuldades de disponibilidade e o custo do financiamento têm múltiplas razões. A persistência de desequilíbrios macroeconômicos no período pós-estabilização manteve a taxa básica de juros real elevada e pressionou a taxa de captação dos bancos. Adicionalmente, os *spreads* bancários são muito altos como reflexo da cunha fiscal, da instabilidade econômica e do nível ainda insuficiente de concorrência entre os bancos, entre outros fatores. Por fim, o baixo nível de desenvolvimento do mercado de capitais pode ser atribuído a questões tributárias, às dificuldades da maioria das empresas de cumprir os requisitos exigidos e ao arcabouço institucional até recentemente inadequado.

A solução para o problema requer um conjunto de respostas. No período recente, houve avanços importantes que envolveram não apenas o governo, através dos poderes Executivo e Legislativo, mas também instituições e representantes da sociedade organizada. O Banco Central mapeou o problema do *spread* bancário e montou uma agenda com uma série de medidas, algumas já adotadas, para promover a sua redução. O Congresso Nacional aprovou a nova Lei das S.A., que aumentou a proteção aos acionistas minoritários. A Bolsa de Valores de São Paulo, por sua vez, criou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa para estimular a adoção de boas práticas entre controladores e demais acionistas.

Mas a agenda para a solução do problema do financiamento tem ainda muitos desafios importantes. Um dos maiores consiste em assegurar que sejam observadas as condições macroeconômicas consistentes com a redução sustentada da taxa de juros básica. Isso implica manter equilíbrio externo (necessidade reduzida de financiamento externo) e equilíbrio interno (austeridade fiscal compatível com a estabilidade da relação entre

**A agenda para a
solução do
problema do
financiamento tem
ainda muitos
desafios
importantes**



a dívida pública e o PIB) razoáveis, que prescindam do aumento das taxas de juros como variável de ajuste. Embora não seja suficiente, a redução da taxa básica de juros é uma condição necessária para que o custo do financiamento caia para patamares razoáveis.

Outro grande desafio é o enfrentamento da questão tributária. Embora algumas medidas tópicas de alívio tenham sido adotadas, como o fim da CPMF para as aplicações em bolsa de valores, a abordagem mais profunda do problema não pode prescindir de uma reforma ampla de desoneração da produção, que aumente o número de empresas que operam no setor formal e são, portanto, mais facilmente elegíveis ao financiamento. A cunha fiscal sobre a intermediação financeira deve ser reduzida e o tratamento tributário dos investimentos no mercado de capitais deve ser favorecido. Nesses campos, em particular, houve mais retrocessos que avanços.

A política monetária pode ter sua flexibilidade aumentada e as flutuações da taxa Selic podem ser reduzidas se o núcleo de inflação for adotado como meta no lugar do IPCA “cheio” e se os preços administrados ficarem menos atrelados à inflação passada e à desvalorização da taxa de câmbio. Para a redução do *spread* bancário, deve-se privilegiar a redução dos depósitos compulsórios e a adoção de medidas que aumentem a concorrência na concessão de crédito, como o desenvolvimento de instrumentos de crédito alternativos. Também há espaço para melhorias no campo regulatório que reduzam a percepção de risco.

No tocante à oferta de crédito, a redução da razão entre o capital exigível dos bancos e os ativos ponderados pelo risco teria um impacto positivo sem trazer prejuízo ao Acordo de Basiléia. Além disso, alterações na classificação de riscos dos ativos poderiam favorecer o direcionamento de recursos ao setor produtivo. Os empréstimos de longo prazo dos bancos de desenvolvimento podem chegar mais facilmente às empresas com aumento dos estímulos à liberação de crédito pela rede bancária e da coordenação entre os bancos públicos comerciais e de desenvolvimento.

Finalmente, para o desenvolvimento do mercado de capitais, várias propostas específicas emergem de estudos recentes. O foco das ações mais imediatas, no entanto, deve estar concentrado em alguns poucos pontos, como estímulo à adoção das melhores práticas de governança corporativa, redução dos custos de manutenção das empresas abertas e incentivo à poupança de longo prazo e sua aplicação em títulos privados.

ANEXO I

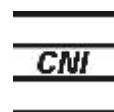
O financiamento com o BNDES

Os financiamentos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) constituem um caso particular de financiamento bancário. Em primeiro lugar, pela natureza do banco. O BNDES é um banco de fomento, cujos recursos são principalmente orçamentários e não obtidos com o público através de depósitos à vista ou a prazo. Em segundo lugar, pela natureza do financiamento. Como banco de fomento, o BNDES financia sobretudo o investimento em capital fixo, ou seja, a ampliação e/ou reestruturação da capacidade produtiva, e, como tal, suas operações de empréstimo são de longo prazo. De fato, os empréstimos do BNDES constituem, de longe, a principal fonte de recursos de longo prazo no Brasil. Embora o sistema público de agências de desenvolvimento compreenda outras instituições além do BNDES, este é muitas vezes maior, com um volume de operações que o aproxima de agências multilaterais como o Banco Mundial.*

O BNDES concede diretamente o crédito apenas nas operações de valor mínimo de R\$ 10 milhões. Nos demais casos, o banco atua de forma indireta, repassando os recursos através de agentes financeiros. As condições dos financiamentos do BNDES variam de acordo com as características do projeto e do risco associado ao tomador do empréstimo. Os prazos de pagamento situam-se usualmente entre 5 e 10 anos, com 6 meses de carência após a conclusão do projeto. A taxa de juros é formada em geral pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) acrescida de um *spread* básico e de um *spread* de risco. O *spread* básico padrão varia de 1% a 4,5% de acordo com o tipo de operação, porte da empresa e localização do empreendimento. O *spread* de risco é de até 4,625% a.a. nas operações diretamente realizadas pelo banco, mas é livremente negociado entre o agente financeiro e o tomador nas operações indiretas. A TJLP é fixada trimestralmente pelo Conselho Monetário Nacional com base na perspectiva de inflação futura e no prêmio de risco pago nas emissões de dívida externa. Em 2002, a TJLP manteve-se em 10% ao ano em todos os trimestres, à exceção do segundo (quando foi reduzida para 9,5%), o que significa que um financiamento-padrão feito diretamente com o BNDES custou, neste período, até 19% ao ano.

*Para ilustrar a diferença de tamanho relativo, de acordo com os balanços patrimoniais publicados, as operações de crédito (exclusive provisão) em 31 de dezembro de 2001 totalizavam R\$ 4,141 bilhões no BNB e R\$ 610 milhões no BASA, contra R\$ 84,002 bilhões no BNDES.

Os empréstimos do
BNDES constituem
a principal fonte
de recursos de
longo prazo no
Brasil

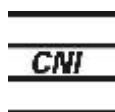


Em 2002, os desembolsos do BNDES e de suas subsidiárias totalizaram R\$ 38,15 bilhões (R\$ 25,68 bilhões em 2001) em um total de 125.131 operações. Considerando a participação média dos financiamentos do BNDES de 57% nas inversões das empresas (assume-se a mesma participação de 2001), os recursos desembolsados alavancaram investimentos de mais de R\$ 60 bilhões. Do total dos desembolsos, 42% foram liberados por meio de operações indiretas através de agentes financeiros. Os recursos são aplicados conforme os objetivos estratégicos do Banco, que são variáveis no tempo e consubstanciados em vários programas de apoio.

Dois problemas freqüentemente associados aos financiamentos do BNDES são a dificuldade de acesso das micro, pequenas e médias empresas e a perda de participação dos empréstimos à indústria de transformação nos anos 90

Dois problemas freqüentemente associados aos financiamentos do BNDES são a dificuldade de acesso das micro, pequenas e médias empresas e a perda de participação dos empréstimos à indústria de transformação nos anos 90. O primeiro problema está associado ao fato de que as empresas menores precisam necessariamente recorrer à intermediação dos agentes financeiros, que têm baixo interesse na operação em face dos riscos envolvidos. O segundo problema refletiria a diversificação das prioridades do Banco e a estagnação dos investimentos industriais (IEDI, 2000). Os desembolsos para as micro, pequenas e médias empresas, para os produtores rurais e para os transportadores autônomos representaram 16% do total de desembolsos em 2002 (R\$ 6 bilhões), com um crescimento de 41% em relação ao ano anterior. Já a participação da indústria nos desembolsos ficou em 47% do total, acima dos baixos níveis registrados no biênio 1997-98 (abaixo de 40%), mas bem abaixo da participação de quase 75% registrada no início da década de 90. Ainda assim, os desembolsos para a indústria cresceram 33% em relação a 2001.

O planejamento estratégico do Banco para o período 2000-2005 permite ensejar perspectivas melhores para o problema do acesso das micro, pequenas e médias empresas. O acesso das MPMEs ao crédito será ampliado mediante a criação de novos produtos, a introdução de novos canais de distribuição e a adoção de novos procedimentos. Já a participação da indústria nos desembolsos provavelmente não crescerá muito, posto que é objetivo explícito do Banco aumentar, no período, a participação dos desembolsos em projetos sociais e em infra-estrutura. No apoio à modernização da atividade produtiva e na reestruturação de setores industriais como petroquímica, papel/celulose, mineração e metalurgia, o Banco espera contar com a participação crescente do mercado de capitais.



ANEXO II

A reforma do setor bancário

As restrições impostas pelo Estado à entrada de novos atores no sistema financeiro, ainda que objetivando resguardar a saúde do sistema financeiro, acabavam por conceder poder de monopólio aos bancos atuantes. Com a abertura do setor, notadamente a partir dos anos 90, a expectativa era de que se observassem um aumento da eficiência e uma redução das margens dos bancos, o que terminaria por se refletir na queda dos *spreads*.

As Resoluções nºs 1.524, de 1988, e 1.649, de 1989, foram um marco na abertura do sistema financeiro brasileiro e representaram uma verdadeira reforma institucional. De 1964 até 1988, as instituições financeiras só podiam praticar uma faixa restrita de operações. A partir de 1988, elas puderam oferecer todos os serviços financeiros com a autorização de constituição dos bancos múltiplos. A Tabela 1 evidencia que de 1989 a 1994 foi intenso o estabelecimento de novas instituições bancárias. Todavia, até 1995 a atuação dos bancos estrangeiros foi limitada à operação em mercados comerciais e financeiros internacionais e ao apoio de empresas estrangeiras instaladas no País. Clientes de alto poder aquisitivo também se serviam dos bancos estrangeiros.

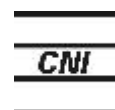
Com a abertura do setor, a expectativa era de que se observassem um aumento da eficiência e uma redução das margens dos bancos

Tabela 1

Bancos em Funcionamento em 31.12.2000									
Por Tipo e Ano de Início de Funcionamento									
Ano de Início	BC	BC CE	BC PUBL	BMPN	BMPE	BMPCE	BM PUBL	Total	
Antes de 1900			1	1			6	8	
1900 - 1950	3		1	15		9	6	34	
1951 - 1980	8		1	3	1	3		16	
1981 - 1988		4		22	10	2		38	
1989 - 1994	5			32		24	1	62	
1995 - 2000	4	1		11		17		33	
Total	9	16	3	84	11	55	13	191	

Fonte: Banco Central – CADINF-DEORF/COPEC.

Obs.: BC - Banco Comercial Privado Nacional; BC CE - Banco Comercial Privado com Controle Estrangeiro; BC PUBL - Banco Comercial Público; BMPN - Banco Múltiplo Privado Nacional; BMPE - Banco Múltiplo Privado com Participação Estrangeira; BMPCE - Banco Múltiplo Privado com Controle Estrangeiro; BM PUBL - Banco Múltiplo Público.



A partir de 1995, apesar de as restrições legais à penetração de capital estrangeiro no setor bancário ainda estarem em vigor, houve uma significativa ampliação no número de bancos estrangeiros com atuação no Brasil. Com as dificuldades do setor após o Plano Real, quando se evidenciaram as ineficiências do sistema financeiro e a sua fragilidade econômico-financeira, foi desenvolvido o PROER, um amplo programa de financiamento para absorção das instituições em dificuldades por bancos mais sólidos em condições favorecidas. Foi no bojo deste programa que vários bancos estrangeiros instalaram-se no País, tendo ampliado sua participação no total de ativos dos bancos em funcionamento de menos de 10% em 1996 para 30% em 2001.

Tabela 2

Participação das Instituições nos Ativos dos Bancos por Origem do Capital		
Tipo de Instituição	1996	2001
Bancos com Controle Estrangeiro	9%	30%
Bancos com Participação Estrangeira	5%	7%
Bancos Privados Nacionais	34%	29%
Bancos Públicos Nacionais	51%	33%
Total dos Bancos Múltiplos e Comerciais	100%	100%

Fonte: Banco Central – COSIF-DEORF/COPEC

O fato é que o setor bancário brasileiro tem-se tornado mais concentrado, o que não contribui para o aumento da concorrência no sistema

A internacionalização do setor bancário brasileiro, na medida em que representasse o acirramento da concorrência e implicasse a incorporação de *expertise* em concessão de crédito, tenderia a reduzir o *spread* bancário. Porém esta tendência não se realizou, em parte pelos movimentos da inadimplência e dos riscos de liquidez oscilantes no período. Além disso, os grandes bancos de varejo nacionais empreenderam várias aquisições para aumentar seus ganhos de escala e enfrentar a concorrência. Por fim, desde o final de 2001, os bancos estrangeiros iniciaram um processo intenso de venda de ativos no País, o que, segundo estimativas preliminares, teria levado à redução, pela primeira vez desde 1994, de sua participação no total de ativos bancários. Aparentemente, erros de avaliação, como subestimar as necessidades de investimentos e os concorrentes locais, e mudanças nas estratégias das matrizes explicam o movimento. O fato é que o setor bancário brasileiro tem-se tornado mais concentrado, o que não contribui para o aumento da concorrência no sistema.

ANEXO III

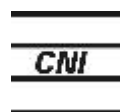
O sistema brasileiro de pagamentos e o *spread* bancário

O sistema brasileiro de pagamentos (SBP) constitui-se no conjunto de procedimentos, regras, instrumentos e sistema operacionais integrados usados para transferir fundos do pagador para o recebedor e, com isso, encerrar uma obrigação. Embora o sistema em vigor até abril de 2002 tivesse aspectos positivos, como a ampla automatização dos processos e o sistema de custódia eletrônica, que tornava ágil e de baixo custo a negociação de títulos, havia espaço para aperfeiçoamentos, notadamente no que dizia respeito à segurança do sistema. O Banco Central assumia praticamente todos os riscos gerados pelas instituições financeiras e induzia à suposição generalizada de liquidação financeira certa. Como não havia uma regra clara de absorção de risco pelo Banco Central – os saques a descoberto nas reservas bancárias eram realizados sem contrato e sem garantias –, produziam-se dois efeitos negativos: elevação do risco sistêmico, porque os participantes não eram punidos quando assumiam comportamentos de elevado risco, e desconfiança dos investidores externos, na medida em que se dificultava a mensuração do risco envolvido nas aplicações financeiras.

As quatro câmaras de compensação existentes – Selic, Cetip, Compe e Sistema de Câmbio – funcionavam como meras processadoras. O risco inerente dos bancos que liquidavam tais operações – risco de inadimplência e de liquidez – era suportado diariamente pelo Banco Central. O risco sistêmico existia em decorrência do *lag* de liquidação, isto é, da defasagem entre contratação e liquidação de pagamentos. Esta defasagem fazia surgir o risco de liquidação. A não liquidação do pagamento podia decorrer meramente de um problema de liquidez, contornável em um horizonte curto de tempo, ou estar associada à inadimplência propriamente, em virtude da incapacidade econômica de cumprimento da obrigação assumida.

Esta possibilidade existia independentemente de os pagamentos envolvidos serem de baixo ou alto valor, ou seja, a despeito do fato de a quebra na cadeia de pagamentos gerada por um instrumento de alto valor ter uma probabilidade maior de levar a uma crise sistêmica. O recomendável era que as câmaras para grandes valores tivessem foco no gerenciamento de riscos, com a exigência de garantias e o estabelecimento de limites aos bancos. Já as câmaras para o varejo deveriam ser desenhadas com atenção especial ao custo de transação, que se elevaria com a eventual exigência de garantias.

Embora o sistema em vigor tivesse aspectos positivos, havia espaço para aperfeiçoamentos



A reestruturação do sistema idealizada pelo Banco Central, implementada gradualmente, compreendeu um conjunto de medidas para reduzir essas imperfeições. Foi implantado monitoramento, em tempo real, do saldo de cada conta reservas bancárias, não sendo permitido saldo devedor em qualquer momento. O Banco Central, mediante operações de recompra, oferece empréstimos-ponte diários, de modo a prover a liquidez necessária para o fluxo normal dos pagamentos ao longo do dia. As transações financeiras de alto valor são liquidadas em tempo real e se estabeleceram regras mais rígidas para as câmaras de compensação privadas, que deverão adotar mecanismos de gerenciamento de riscos, como o estabelecimento de limites para os bancos com base no recebimento prévio de garantias.

O maior custo para o enquadramento ao novo sistema poderá elevar o *spread*. Todavia, há uma outra tendência de sentido inverso decorrente da redução dos custos de transação e do aumento da segurança do sistema

A adequação a este novo *modus operandi* não é trivial. Exige um aparelhamento tecnológico significativo, especialmente no que diz respeito à rede de telecomunicações, e um processo educacional tanto dos clientes quanto dos bancos, que requer tempo. A exigência de criação de rede de telecomunicações dedicada exclusivamente ao sistema financeiro implica a necessidade de aplicação de recursos significativos por parte das instituições financeiras.

Há, portanto, dois possíveis efeitos sobre o *spread* bancário. O maior custo para o enquadramento ao novo sistema poderá elevar o *spread*, tendência esta que deve vigorar até que os investimentos sejam amortizados. Todavia, há uma outra tendência de sentido inverso decorrente da redução dos custos de transação e do aumento da segurança do sistema. Um outro efeito que poderá ainda ocorrer, neste caso de cunho estrutural, é a redução no número de instituições financeiras que operam com uma conta de reservas bancárias no Banco Central, e que, portanto, devem enquadrar-se às novas exigências do SBP. Requerimentos elevados de investimento, na medida em que são pré-requisitos para a operação, constituem uma clássica barreira à entrada neste mercado. Empresas que operam em mercados onde há elevadas barreiras à entrada têm mais condições de fazer uso abusivo de seu poder de mercado. Decisões recentes de algumas instituições financeiras, que renunciaram às licenças para operar no segmento comercial ou múltiplo e tornaram-se meras distribuidoras de valores, revelam o potencial de transformação estrutural ocasionado pelas novas exigências. Essa colocação, todavia, antes de sugerir um refreamento das mudanças que devem ser operadas com vistas ao aperfeiçoamento da segurança do sistema e da redução dos custos de transação, serve para trazer à tona os riscos implícitos e induzir os sistemas de regulação e fiscalização para que ajam preventivamente.

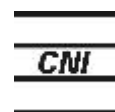
ANEXO IV

A cunha fiscal sobre o custo do financiamento

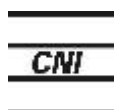
A cunha fiscal sobre a intermediação bancária é definida como a diferença entre o custo efetivo incorrido pelo tomador do empréstimo e a remuneração líquida do aplicador de recursos em instituição bancária que não se explica pela remuneração, líquida de impostos, dos bancos. Representa, portanto, a totalidade dos impostos que incidem sobre a operação de empréstimo, sobre a operação de aplicação de recursos e sobre a remuneração dos bancos. No caso de empréstimo para pessoa jurídica, observa-se a incidência do IOF sobre o montante percebido e da CPMF sobre o montante repago, enquanto que os juros pagos sofrem a incidência da CPMF, embora possam ser abatidos da base de cálculo do imposto de renda e da Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL). O investidor paga sobre sua remuneração imposto de renda, CSLL, PIS e Cofins, os dois últimos no caso de pessoa jurídica, além da CPMF sobre os recursos aplicados. O banco, sobre a diferença entre a remuneração percebida pelo empréstimo e os juros pagos ao investidor, recolhe imposto de renda, CSLL, PIS e Cofins. O recolhimento compulsório a que os bancos estão sujeitos pela captação de recursos, os chamados depósitos compulsórios e o Fundo Garantidor de Crédito (0,025% das captações), que são determinantes do *spread* bancário, representam ingerências do setor público na composição dos preços das operações bancárias, e como tal inscrevem-se como cunhas compulsórias.

Além de muitos, os impostos são altos. A alíquota do IOF varia com o prazo de aplicação. Em operações com pessoas jurídicas, a alíquota diária é de 0,0041%. A CPMF, que incide sobre os débitos em conta corrente, atingindo o valor investido em sua totalidade, o valor repago do empréstimo, também em sua totalidade, e mais os juros incorridos pelo tomador, tem alíquota de 0,38%. O PIS e a Cofins são aplicados à alíquota de 0,65% e 3%, respectivamente, e gravam a remuneração do banco e a receita financeira das pessoas jurídicas. O imposto de renda recai sobre os juros percebidos pelo investidor a um percentual de 20% e sobre a remuneração da instituição financeira à alíquota de 25% (15% mais adicional de 10%), adicionalmente à CSLL de 9%. Todavia, os encargos com juros do tomador do empréstimo reduzem o IR e a CSLL por eles devidos pelo lucro alcançado em suas atividades normais.

A taxa percebida pelo investidor é efetivamente menor do que a embutida nos instrumentos de captação, e o custo do tomador também é diferente do que o que está explicitado no contrato de crédito



Isto significa que a taxa percebida pelo investidor é efetivamente menor do que a embutida nos instrumentos de captação, e o custo do tomador também é diferente do que o que está explicitado no contrato de crédito. De acordo com estudo publicado pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)*, com uma taxa de empréstimo de 50% ao ano e uma taxa de captação de 19,5% ao ano, a cunha fiscal e compulsória representa mais de 17% do custo do tomador em uma operação com prazo de 2 meses. Os impostos cumulativos, isto é, PIS, Cofins, CPMF e IOF, representam quase 11% do custo total, enquanto o IR e a CSLL, 5,7% e a cunha compulsória, 0,5%.



*Cardoso e Koyama (2000). Vale notar que, neste trabalho, as disposições regulatórias eram levemente diferentes do que as que vigoram hoje, com destaque para a possibilidade de compensar 1% de alíquota da Cofins com a CSLL, no caso do investidor pessoa jurídica, que não mais existe, e a maior alíquota da CSLL, 12%, quando hoje é de 9%.

ANEXO V

O novo mercado da Bovespa e os níveis diferenciados de governança corporativa

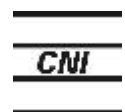
Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo iniciou uma experiência inovadora com o objetivo de superar deficiências regulatórias que inibiam o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Baseada na experiência do *Neuer Market* alemão, a Bovespa criou níveis diferenciados de classificação das empresas abertas segundo as práticas de governança corporativa e de prestação de informações que viessem a adotar.

As empresas interessadas na classificação se comprometem a observar regras que ampliam os direitos dos acionistas e melhoram a qualidade das informações prestadas pelas empresas. A empresa pode solicitar sua classificação como detentora de padrão de governança corporativa de Nível 1 ou Nível 2, ou solicitar sua listagem no Novo Mercado. Os compromissos exigidos são maiores no Novo Mercado que na classificação de nível, e maiores no Nível 2 que no Nível 1 (ver quadro). Uma empresa pode abrir o capital diretamente no Novo Mercado.

A classificação é voluntária e de iniciativa da empresa, mas, uma vez formalizada, obriga ao cumprimento das regras sob pena de multa e suspensão da negociação das ações na Bolsa. A classificação funciona como um selo de qualidade no que diz respeito ao tratamento que a empresa confere aos acionistas. A redução do risco societário assim obtida tende a aumentar o interesse dos investidores e reduzir o custo de capital da empresa. Esse é o estímulo para que as empresas procurem deliberadamente atender às exigências requeridas. Trata-se, portanto, de uma solução de mercado que incentiva a melhoria das relações entre controladores e minoritários, independentemente da legislação em vigor.

Quando da introdução dessas inovações pela Bovespa, o mercado de capitais ainda era regido pela Lei nº 6.404. A nova Lei das S.A. (Lei nº 10.303) ampliou os direitos do minoritários. Mas as exigências para a listagem especial na Bovespa continuam sendo maiores. Para ser autorizada a negociar no Novo Mercado, por exemplo, a empresa não pode emitir ações preferenciais.

A Bovespa criou níveis diferenciados de classificação das empresas abertas segundo as práticas de governança corporativa e de prestação de informações que viessem a adotar



A adesão das empresas aos segmentos diferenciados de governança corporativa foi, até agora, modesta. Pouco mais de dois anos após a sua introdução, 26 companhias, do total de 410 listadas na Bovespa, estavam classificadas no Nível 1, 3 no Nível 2 e 2 no Novo Mercado. Em maio de 2002, a Bovespa flexibilizou algumas das regras que devem ser observadas. A principal alteração foi a concessão de um prazo para que a empresa cumprisse a exigência de ter 25% do capital em circulação.

A adesão das
empresas aos
segmentos
diferenciados de
governança
corporativa foi,
até agora, modesta

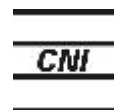
Quadro-resumo do Regulamento de Listagem			
	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Manutenção em circulação de ações correspondentes a pelo menos 25% do capital	✓	✓	✓
Realização de ofertas públicas de ações que favoreçam a dispersão do capital	✓	✓	✓
Melhoria nas informações prestadas trimestralmente	✓	✓	✓
Cumprimento de regras de revelação de informações pelos controladores e administradores em operações envolvendo ativos mobiliários	✓	✓	✓
Divulgação de acordos de acionistas e programas de <i>stock options</i>	✓	✓	✓
Disponibilização de calendário anual de eventos corporativos	✓	✓	✓
Mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração		✓	✓
Disponibilização de balanço anual de acordo com as normas do USGAAP ou IASGAAP		✓	✓
<i>Tag along*</i> de 100% para os minoritários e de 70% para os preferencialistas (quando houver) em caso de venda do controle da companhia		✓	✓
Direito de voto dos preferencialistas em matérias como transformação, incorporação, cisão e fusão		✓	n.a
Obrigatoriedade de oferta de compra de todas as ações pelo valor econômico em caso de fechamento de capital ou cancelamento de registro no Nível 2 ou no Novo Mercado		✓	✓
Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários		✓	✓
<i>Tag along*</i> de 100% para todos os acionistas em caso de vendas do controle da companhia			✓ ✓
Proibição de emissão de ações preferenciais			✓

n.a. Não aplicável

* Refere-se à extensão para os demais acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDIMA. **O novo perfil do sistema financeiro**. Rio de Janeiro, 2001.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Juros e *spread* bancário no Brasil**. 1999.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Juros e *spread* bancário no Brasil – Avaliação de 1 ano do Projeto**. 2000.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Juros e *spread* bancário no Brasil – Avaliação de 2 anos do Projeto**. 2001.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Economia bancária e crédito – Avaliação de 3 anos do projeto Juros e *Spread* Bancário**. 2002.
- BARROS, J. R. M. et al. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Bovespa, 2000. (Série Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais.)
- BNDES. **Relatório Anual**. Rio de Janeiro, 2000.
- CARDOSO, R. F.; KOYAMA, S. M. **A cunha fiscal sobre o *spread* bancário no Brasil**. Rio de Janeiro: IPEA, 2000. (Seminários DIMAC, n. 9.)
- CNI; CEPAL. **Investimentos na indústria brasileira: 1998-2002**. Brasília, 2001.
- COSTA, A. C. A. **Sistemas de seguro depósito: sugestões para a reformulação do Fundo Garantidor de Créditos**. São Paulo: FEA/USP, 2000.
- HERMANN, J. Financiamento de investimentos no Brasil: tendências e perspectivas nos anos 1990. **Boletim de Conjuntura**, Rio de Janeiro: IE-UFRJ, v. 17, n. 3, 1997.
- IEDI. O financiamento do investimento industrial. In: **Indústria e desenvolvimento: uma análise dos anos 90 e uma agenda de política de desenvolvimento industrial para a nova década**. São Paulo, 2000.
- KOYAMA, S. M.; NAKANE, M. **Os determinantes do *spread* bancário no Brasil**. 2002. Notas técnicas do Banco Central do Brasil, n. 19.
- LA PORTA, R. et al. **Legal determinants of external finance**, Journal of Finance, 52, 1998.
- MCM Consultores Associados Ltda. **O papel dos bancos no financiamento produtivo no Brasil**. São Paulo, 1994.



MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. **Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-Plano Real**. Rio de Janeiro: BNDES, 2000. (Texto para discussão, n. 84.)

NÓBREGA, M. et al. **O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil**. São Paulo: Bovespa, 2000. (Série estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais.)

PINHEIRO, A. C.; CABRAL, Célia. **Mercado de crédito no Brasil: o papel do Judiciário e de outras instituições**. BNDES, 1998.

PINHEIRO, A. C.; MOURA, A. **Segmentation and the use of information in brazilian credit market**. 2001. mimeo.

ROCCA, C. A. **Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro**. São Paulo, 2000. Relatório final Projeto IBMEC.

ROCHA, F. A. S. **Evolução da concentração bancária no Brasil (1994-2000)**. 2001. Notas técnicas do Banco Central, n. 11.

RODRIGUES JÚNIOR, W.; MELO, G. M. **Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil**. Brasília: IPEA, 1999. (Texto para discussão, n. 653.)

SOARES, R. P. **Evolução do crédito de 1994 a 1999: uma explicação**. Brasília: IPEA, 2001. (Texto para discussão, n. 808.)

Confederação Nacional da Indústria – CNI

Unidade de Política Econômica – PEC

Flávio Castelo Branco - Coordenador

Equipe Técnica

Simone Saisse Lopes

Priscilla Assis P. da Matta

Normalização

UPET/Núcleo de Informação

Supervisão Gráfica

ADM/Área de Produção Gráfica

SAC – Serviço de Atendimento ao Cliente

RM/Unidade de Relações com o Mercado

Rua Mariz e Barros, 678 – 2º andar

20270-002 – Rio de Janeiro – RJ

Tels.: (21) 2204-9513 / 9514

Fax: (21) 2204-9522

E-mail: sac@cni.org.br

Home page: <http://www.cni.org.br>