

ESTUDOS

PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro

**Elaborado por:
MB Associados**

Equipe Técnica

José Roberto Mendonça de Barros

José Alexandre Scheinkman

Luiz Leonardo Cantidiano

Lídia Goldenstein

Tereza Maria Fernandez Dias da Silva

Antonio Gledson de Carvalho

BOVESPA

Bolsa de Valores de São Paulo

Índice

1. Histórico	5
Causas da atrofia do mercado de capitais no Brasil	
2. O momento atual	8
A oportunidade para o desenvolvimento de um mercado de capitais no Brasil	
3. As condições para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil	9
4. Estratégia para o desenvolvimento do mercado de capitais	10
4.1. O PAPEL DA BOVESPA	
4.2. O PAPEL DO GOVERNO	
4.3. O PAPEL DA CVM	
4.4. O PAPEL DOS FUNDOS	
4.5. O PAPEL DO BNDES E DO BNDESPAR	
5. Referências	22
Bibliografia	23
Anexos	
ANEXO 1	
ASCENSÃO E DECLÍNIO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL A EXPERIÊNCIA DOS ANOS 90	24
ANEXO 2	
GOVERNANÇA EMPRESARIAL	48
ANEXO 3	
LEI DAS S.A.	50

1. Histórico

Causas da atrofia do mercado de capitais no Brasil

A fragilidade do mercado de capitais brasileiro não é recente. Nunca, na história do capitalismo brasileiro, o mercado de capitais cumpriu um papel proeminente, alavancando recursos para investimentos de alta intensidade de capital e longos prazos de maturação. Nem mesmo após o PAEG que, reformulando toda a institucionalidade do sistema financeiro brasileiro entre 1964 e 1967, “teoricamente” criava as condições para o florescimento do mercado de capitais no Brasil¹.

O mercado de capitais não se desenvolveu por falta de leis e instituições. Ele não se desenvolveu porque em geral, graças ao fechamento da economia, os investimentos e, conseqüentemente, as necessidades de financiamento das empresas eram limitadas e, portanto, passíveis de serem atendidas pelos lucros retidos e créditos comerciais e oficiais.

Quando, em algumas situações específicas, como por exemplo nos anos do II PND, os investimentos eram de maior vulto, as empresas tinham outras formas de financiamento mais “fáceis” e baratas através de recursos governamentais subsidiados, principalmente BNDES e fundos 157. Ou seja, o BNDES acabou contribuindo para dificultar o desenvolvimento de um mercado de capitais na medida em que era (e ainda é) uma excelente alternativa de recursos mais baratos.

Além da reduzida necessidade de recursos, as empresas não tinham interesse em abrir o capital visto que a abertura implica perda de raios de manobra na gestão. A obrigatoriedade de publicar balanços dificulta a utilização de mecanismos de informalidade na gestão das empresas abertas (caixa dois) tornando-as, algumas vezes, menos competitivas que as empresas fechadas. Mais ainda, a estrutura familiar das empresas brasileiras, referendada pelos mecanismos de captação de recursos existentes, criou uma cultura “avessa” à abertura de capital.

Completando o quadro, a lei das Sociedade Anônimas, ao influenciar a distribuição de valor entre o investidor, o administrador e o controlador, maximizando o deste último, é o que, junto com o crédito subsidiado, produzia empresários ricos, empresas com base de capital pequena e desinteresse dos investidores.

Os fatores acima mencionados contribuíram decisivamente para a reprodução do dilema “o ovo ou a galinha”: a falta de densidade no mercado de capitais era impeditiva à formação da liquidez necessária e, em um verdadeiro ciclo vicioso, a falta de liquidez inviabilizava o crescimento do mercado e, conseqüentemente, a sua densidade.

Com a crise dos anos 80 a fragilidade do mercado de capitais brasileiro acentuou-se na medida em que a redução ainda maior nas taxas de investimento minou a exígua indução à abertura de capitais existente e magnificou a dependência das empresas estatais. Embora mais sofisticado pela introdução de mecanismos modernos como opções e futuros, o cenário ficou propício ao surgimento de mega especuladores e à concentração das transações em torno de poucas empresas com grandes quantidades de ações. Esta situação perdurou até 1989, terminando com o fim abrupto das operações conhecidas como “D Zero”, que levou à quebra de um dos maiores especuladores do mercado (ver gráfico 1).

¹ Cruz, Paulo Roberto Davidoff Chagas. (1993) e Goldenstein, Lídia (1994).

Gráfico 1
Comportamento do Índice BOVESPA



*Valores em R\$ ajustados pelo índice oficial de inflação

Na década de 90 o mercado experimenta novamente um crescimento que, apesar de ainda concentrado nas empresas estatais, tem características distintas da década anterior. No plano internacional, a intensificação da diversificação de portfólio e, internamente, mudanças favoráveis no quadro macroeconômico e regulatório, juntamente com o processo de privatização, tornaram o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais. Como resultado houve uma entrada significativa de recursos estrangeiros via Anexo IV² que se refletiu em um crescimento expressivo do valor das ações e no volume de negociações (ver tabelas 1 e 2). Esse movimento, no entanto, não significou o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro tendo ficado restrito a um número reduzido de empresas que apresentavam liquidez, elevando a concentração nesta década.³

Tabela 1
Capitalização Bursátil sobre o PIB pelo Mundo (%)

Países	Média 1994-96	Rank	Países	Média 1994-96	Rank
Malásia	279,8	1	França	35,5	22
África do Sul	195,7	2	Dinamarca	35,3	23
Luxemburgo	188,1	3	Indonésia	33,2	24
Singapura	175,2	4	Zimbabwe	32,5	25
Reino Unido	132,2	5	Noruega	32,1	26
Suíça	128,7	6	México	31,7	27
Chile	119,3	7	Brasil	27,9	28
Estados Unidos	95,9	8	Alemanha	25,1	29
Holanda	89,7	9	Colômbia	20,7	30
Filipinas	87,7	10	Portugal	19,5	31
Austrália	84,9	11	Itália	19,4	32
Suécia	80,4	12	Paquistão	18,4	33
Tailândia	76,8	13	Sri Lanka	17,8	34
Japão	72,6	14	Grécia	16,6	35
Canadá	67,8	15	Turquia	15,1	36
Nova Zelândia	54,9	16	Áustria	14,8	37
Finlândia	41,5	17	Egito	14,3	38
Israel	41,2	18	Argentina	13,8	39
Bélgica	39,8	19	Nigéria	9,6	40
Índia	37,9	20	Venezuela	8,7	41
Espanha	36,4	21			

Fonte: World Development Indicators 1999 (Banco Mundial)

² Entre 1993 e 1998 o volume médio de recursos que entraram pelo anexo IV foi de US\$ 3,3 bilhões.

³ Ver ANEXO 1.

Tabela 2
Valor Transacionado sobre o PIB pelo Mundo (%)

Países	Média 1994-96	Rank	Países	Média 1994-96	Rank
Malásia	145,7	1	México	14,9	22
Singapura	77,2	2	Chile	13,9	23
Estados Unidos	74	3	Nova Zelândia	13,8	24
Holanda	66,3	4	Áustria	9,5	25
UK	47,2	5	Itália	9,3	26
Suécia	45,9	6	Indonésia	9,3	27
Austrália	38	7	Bélgica	6,9	28
Tailândia	38	8	Paquistão	6,9	29
Canada	35,4	9	Índia	6,8	30
Alemanha	26,3	10	Peru	6,3	31
Japão	25	11	Grécia	5,8	32
Filipinas	24,1	12	Portugal	5,5	33
Turquia	22,4	13	Sri Lanka	2,9	34
Espanha	22,2	14	Zimbábwe	2,5	35
França	21,6	15	Argentina	2,4	36
Israel	17,6	16	Colômbia	2,1	37
Dinamarca	17,1	17	Egito	2,1	38
África do Sul	15,7	18	Luxemburgo	2,1	39
Noruega	15,5	19	Venezuela	1,4	40
Finlândia	15,5	20	Nigéria	0,1	41
Brasil	15,3	21			

Fonte: World Development Indicators 1999 (Banco Mundial)

Como a gestão privada certamente elevaria, como de fato elevou, o valor das empresas até então estatais, que passaram a ter uma gestão mais eficiente e com mais poder de investimentos, o aumento da demanda por suas ações significou muito mais um ajuste (positivo) de estoque das empresas abertas com transações relevantes do que o estabelecimento de um fluxo de recursos para investimento que atraísse novas empresas para o mercado.

Já no final da década, com o fim das privatizações mais importantes, o aumento dos custos de transação (CPMF) e o surgimento e crescimento da facilidade de acesso às bolsas internacionais (ADR's), as bolsas brasileiras perdem atratividade. Observa-se a migração da liquidez das ações das melhores empresas para mercados mais competitivos, sem que novas empresas ocupem a lacuna deixada.

Enquanto a economia brasileira era fechada, as grandes empresas nacionais financiavam-se basicamente no BNDES recorrendo apenas eventualmente ao mercado acionário e, conseqüentemente, dando pouca atenção ao acionista minoritário e preferencialista. Agora, após a abertura da economia, além do BNDES elas passaram a recorrer aos ADR's.

É importante ressaltar que a migração das empresas com maior visibilidade para o mercado internacional não é o elemento fundamental para explicar o encolhimento do já restrito mercado acionário brasileiro. O ponto relevante é que a maioria das empresas nacionais jamais viu o mercado acionário como fonte de recursos e a redução do número de empresas já era visível desde o início dos anos 90⁴. A migração da liquidez para o mercado internacional foi apenas mais um golpe em um paciente já debilitado.

Assim sendo, a solução para a promoção do mercado de capitais no Brasil tem que partir da reflexão sobre as razões pelas quais as empresas não viam (ou não vêem) no mercado de capitais uma alternativa de financiamento.

⁴ Ver ANEXO 1.

2. O momento atual

A oportunidade para o desenvolvimento de um mercado de capitais no Brasil

O Brasil vem passando por profundas transformações que, pela primeira vez, impõem a necessidade e, portanto, criam uma oportunidade para o florescimento de um mercado de capitais no país. Avança uma nova forma de organizar a produção, elevam-se a produtividade e a competição e, com isto, mudam as condições da oferta e demanda de produtos financeiros.

Do lado das empresas o novo paradigma produtivo impõe a necessidade de elevação de suas bases de capital. A abertura as expõe a um mundo muito mais competitivo, no qual as necessidades de investimento são muito maiores e recorrentes. Além das necessidades de investimento impostas pelo novo paradigma, a estabilização e a retomada do crescimento da economia em geral também contribuem para a expansão das empresas que, sem os velhos mecanismos de financiamento, ficam mais receptíveis à abertura de capital. Com o fim da inflação, menores margens e o fim do crédito público subsidiado, as empresas brasileiras são obrigadas a procurar novas formas de obtenção de financiamento.

Dependentes de um mercado que até a pouco desprezavam, algumas empresas começam a alterar sua mentalidade e postura. Já começam a surgir bons exemplos de empresas que com sucesso modificaram o tratamento dispensado ao mercado (governança) e tiveram retorno.

Reforçando este movimento, no novo paradigma surge um novo tipo de empresa, sem os vícios das tradicionais, que já nasce olhando para o mercado de capitais como alternativa de financiamento e, conseqüentemente, se relacionando com este mercado de forma radicalmente diferente.

Do lado da demanda por papeis, vários processos indicam que não haverá obstáculos ao desenvolvimento do mercado, muito pelo contrário: 1) a inflação baixa permite mais transparência nos demonstrativos e facilita projeções; 2) a redução da demanda de recursos pelo governo sinaliza, pela primeira vez em muitos anos, o fim do *crowding out* permitindo uma queda das taxas de juros e, portanto, viabilizando a competitividade de aplicações no mercado de capitais; 3) a queda nas taxas de juros e a possibilidade da retomada do crescimento sustentado permitem a troca de parte das posições em renda fixa para variável, antecipando a inevitável alta no preço dos ativos reais que acompanha o processo de crescimento; 4) institucionalização da previdência complementar que, sem dúvida, significará uma grande ampliação do mercado de ativos financeiros; e 5) o processo de globalização e a abertura externa mudam radicalmente a dinâmica do mercado na medida em que grandes investidores demonstram crescente interesse em investir no Brasil.

Todos estes movimentos conformam um processo mais amplo. O tradicional preconceito em relação ao mercado de capitais no Brasil vem sendo substituído por uma visão mais moderna que valoriza sua importância como fonte de financiamento da economia e, conseqüentemente, vê no seu desenvolvimento condição *sine qua non* para a retomada do crescimento sustentado. Mais ainda, o fortalecimento do mercado de capitais é a forma mais eficiente de se evitar a desnacionalização da economia na medida em que permite o crescimento e a conseqüente valorização de nossas empresas.

A maior prova destes movimentos é a grande mudança que tem ocorrido na relação dos acionistas minoritários com as respectivas empresas. Nos últimos 6 meses vários casos de sucesso dos minoritários (Renner, Arno, Eternit, Bombril, Telesp) comprovam que as relações neste mercado têm evoluído. A compra de ações por grandes investidores está se tornando uma alternativa de estratégia de investimento que demanda acompanhamento e monitoração, contrariamente ao tradicional jogo especulativo baseado em manipulação e uso de informação privilegiada.

3. As condições para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil

Apesar dos avanços acima descritos, eles ainda não são suficientes para garantir o desenvolvimento de um mercado de capitais no Brasil, principalmente porque a agressividade dos mercados de outros países torna o fortalecimento do mercado brasileiro uma corrida contra o tempo. Assim sendo, a principal questão é o que fazer para tornar o mercado de capitais atraente às empresas.

É fundamental a montagem de uma estratégia que permita um salto no mercado de capitais brasileiro de tal forma que, em pouco tempo e com eficiência, ele possa contribuir para a retomada de um crescimento sustentado.

Obviamente existem restrições, de diversas naturezas, ao desenvolvimento de um verdadeiro mercado de capitais no país. Pior ainda, sabemos que muitas delas não são passíveis de solução no curto prazo. Dentre os obstáculos sobressaem 1) a estrutura tributária brasileira que não incentiva operações com renda variável além de onerá-las com o CPMF; 2) as restrições que a CVM, como órgão público, tem para contratar e pagar bem pessoal qualificado para agilizar e reforçar o controle do mercado; e 3) o estoque de ações preferenciais existente que ainda deverão perdurar mesmo com eventuais mudanças na lei das SA.

Apesar destas restrições, que não devem ser minimizadas, acreditamos haver espaço para um conjunto de medidas que permitiriam um salto de qualidade suficiente para, apesar das dificuldades, deslanchar o mercado de capitais no Brasil. Estas propostas, que serão detalhadas a seguir, envolvem as diversas partes interessadas (BOVESPA, CVM, BNDES, BNDESPAR, Fundos de Investimento, acionistas minoritários e vários órgãos governamentais) que, isolada ou conjuntamente, podem tomar uma série de medidas que contribuirão para o sucesso da empreitada.

É possível avançar sem ter que esperar a reforma tributária. Como para as empresas o prêmio da volta do crescimento é elevado, o ônus da existência da CPMF e da baixa liquidez pode ser por um tempo.

Existe agora uma oportunidade que, se desperdiçada, resultará no comprometimento das taxas de crescimento da economia brasileira no futuro. É uma oportunidade datada. As transformações e fusões que vêm ocorrendo nos mercados financeiros internacionais reduzem nosso espaço de manobra e tornam urgente a montagem de uma estratégia.

4. Estratégia para o desenvolvimento do mercado de capitais

As hipóteses básicas que sustentam a crença na possibilidade do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil são a retomada do crescimento, a queda dos juros reais, o aumento da competição com a entrada de novos *players* nacionais e/ou internacionais, a maior sintonia do Brasil com os mercados internacionais, a revolução tecnológica em curso e um espaço para a bolsa brasileira cumprir também o papel de uma bolsa de acesso.

Nossos maiores problemas são a oferta insuficiente de papéis de qualidade, - de empresas boas e/ou com perspectivas de crescimento -, e a falta de uma cultura de governança empresarial. É fundamental trabalhar esta carência não só através da criação de produtos mas de produtos de confiança.

Uma série de trabalhos⁵ mostra que países que oferecem maior proteção aos minoritários apresentam 1) mercados acionários relativamente maiores; 2) menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas; 3) maior número de companhias abertas (normalizado pelo tamanho da população); 4) maior número de IPOs (normalizado pelo tamanho da população); 5) as empresas captam mais recursos através do mercado acionário; e 6) a avaliação de mercado das empresas, medida através da relação entre valor patrimonial e valor de mercado, é comparativamente maior.

Baseado nas evidências mencionadas, concluímos que o principal instrumento de promoção do mercado de capitais deverá ser a governança corporativa⁶ que, de um lado, é, entre outras coisas, quem dará a segurança necessária ao investidor e, de outro, valorizará as empresas que, assim, poderão ter um custo de captação menor. Este processo possibilitará que o benefício da abertura de capital se estenda sobre um número maior de empresas pois, tanto do lado dos investidores quanto do lado das empresas alguns bons casos de sucesso vão projetar e atrair outros. Portanto, a principal barreira a ser superada é a criação de alguns casos de sucesso.

4.1. O papel da BOVESPA.

Apesar das dificuldades e riscos decorrentes da pressão competitiva externa, existe espaço para o crescimento de uma Bolsa de Valores no Brasil, desde que uma estratégia de atuação seja montada rapidamente.

A análise do cenário internacional mostra que, se de um lado a concorrência externa vem aumentando, de outro, surgem novidades e oportunidades resultantes do contexto internacional.

A análise do cenário interno corrobora esta avaliação mostrando que existe uma oportunidade especial, que, se bem trabalhada, com uma atuação pró-ativa firme, pode levar a Bolsa de Valores a ter um papel de relevância na retomada do crescimento sustentado brasileiro.

Para tal, alguns mitos precisam ser desmistificados e algumas atitudes precisam ser tomadas.

Entre os mitos, um que vem crescendo é sobre o impacto da globalização, que levaria à exportação de nosso mercado de capitais com conseqüente fim do mercado acionário brasileiro.

Na verdade, este movimento não é inexorável. Não é excludente abrir capital no Brasil e fora simultaneamente, com lançamento de ações no Brasil e ADR's lá fora. Ao contrário do que muitos imaginam, os ADR's não são necessariamente algo negativo para o mercado brasileiro. Eles produ-

⁵ Por exemplo, La Porta et al. (1997), (1998) e (1999).

⁶ Para uma discussão do que é governança corporativa ver Anexo 2

zem um efeito positivo ao forçarem as empresas a terem uma contabilidade mais transparente (*disclosure*), fato que rapidamente se espalha para outras.

Mais ainda, muitas empresas pelo seu perfil e/ou porte, jamais terão acesso ao mercado internacional. São especialmente empresas médias que vão dar mais corpo para a Bolsa brasileira.

Em outras palavras, existe espaço para o crescimento da Bovespa principalmente se se focar no conceito de mercado de acesso, atraindo novas empresas, principalmente de médio porte e novos projetos associados a *venture capital*.

Também existe um enorme espaço para o fortalecimento do papel da BOVESPA na América do Sul, tornando-se líder no mercado regional e, desta forma, atraindo para si a negociação de papéis de empresas da região que também teriam maior dificuldade de serem negociadas no mercado internacional.

Entre as atitudes, uma série delas que poderiam partir da Bovespa, independentemente de aval ou parceria com outros órgãos, públicos e/ou privados, conformam um conjunto estratégico mínimo com impactos significativos. Mais ainda, uma ação efetiva da Bovespa servirá como sinalização positiva para o mercado de capitais brasileiro, funcionando como fator indutor do que acreditamos será um ciclo virtuoso dadas as condições macroeconômicas atuais.

4.1.1. Propostas de atuação para a Bovespa

- Forte atuação junto ao público em geral para, através de campanhas institucionais, prestar esclarecimento quanto ao papel de uma bolsa de valores no financiamento da economia.

O exemplo da Nasdaq e o desenvolvimento da internet no Brasil, com a conseqüente e crescente facilidade de se realizar operações eletrônicas, tem levado a um incremento no interesse do público com relação a este mercado. Porém, dado o histórico do mercado acionário brasileiro, o preconceito ainda é grande, com a freqüente associação da bolsa de valores à especulação.

A atração de pessoas físicas para este mercado depende de maior divulgação e esclarecimento quanto ao seu papel⁷. Este é um trabalho que deve ser desenvolvido juntamente com as corretoras e outras instituições.

- Maior agressividade nas alianças nacionais (SOMA); regionais (Mercosul) e internacionais.

O tamanho atual do mercado brasileiro e a concorrência de bolsas internacionais não justificam a existência de mais de uma bolsa no Brasil, pelo contrário. Os esforços, como os realizados para a incorporação da Bolsa do Rio de Janeiro, devem ser ampliados e as parcerias realizadas o mais rapidamente possível.

Com relação às alianças internacionais, depois da recente fusão entre as bolsas Alemã e Inglesa, é preciso acompanhar de perto a evolução destes mercados e preparar-se, fortalecendo-se como bolsa de acesso regional, para novas parcerias.

- Atuação para a redução dos custos de transação. Como os principais benefícios da abertura de capital estão ligados à liquidez, custos de transação elevados desincentivam as transações prejudicando a liquidez (ver ANEXO 1);

- Maior agressividade na relação com as empresas através de um trabalho ativo de prospeção e assistência às empresas interessadas em abrir capital.

É preciso ampliar a base de oferta de papéis. A necessidade de fortalecimento da base de capitais das sociedades e a retomada de crescimento econômico deverão, naturalmente, ajudar a ampliá-la, com o aumento das dispostas a se capitalizar via ações. Porém, em um mundo competitivo, é preciso uma ação mais pró ativa, atraindo as empresas e ajudando-as no processo de abertura de capital. Acordos com Federações de Indústrias e outras associações empresarias podem ser de enorme valia no trabalho de prospeção destas empresas;

- A BOVESPA deve ter uma atuação conjunta com os Bancos de Investimento, não só prospectando empresas como cobrando um maior compromisso com o que eles avalizam;

- Trabalhar a possibilidade de desenvolver produtos alternativos como a negociação de *commercial papers* e debêntures e avançar na normatização, padronização e *rating* dos papéis;

⁷ A criação do *After Market* pela BOVESPA é um esforço na direção correta.

- Apoio aos administradores independentes que são fundamentais para viabilizar maior cobrança de governança;

- Apoiar a opção por câmaras arbitrais, alternativa mais rápida e eficiente para dirimir eventuais conflitos dada a morosidade da justiça atual e a impossibilidade atual de se criar uma justiça especializada;

- Como as evidências sugerem que o aumento da proteção aos investidores minoritários constitui um mecanismo importante para desenvolver o mercado de capitais, propomos a criação de um mercado específico (ou uma seção dentro da Bovespa), regulado por contratos privados entre a Bovespa e as empresas listadas, o que dispensaria mudanças legislativas e, portanto, minimizaria a necessidade de atuação governamental. Este mecanismo visa estabelecer regras que governem as relações entre as empresas que desejarem se listar neste mercado específico e seus investidores de forma a dar-lhes uma maior proteção.

A vantagem de se estabelecer contratos privados é que eles são mais facilmente repactuáveis, podendo ser renegociados de acordo com a evolução dos problemas. Se tudo fosse regido por leis o mercado correria o risco de ficar muito engessado e muitas empresas poderiam acabar sendo desnecessariamente excluídas.

4.1.1. A experiência do *NEUER MARKT*

A experiência do *NEUER MARKT* na Alemanha fornece um exemplo para os demais países que desejam promover seus mercados de capital. Em particular, o sucesso do *Neuer Markt* demonstra dois princípios: 1) o setor privado tem um papel fundamental na promoção do desenvolvimento do mercado de capitais e 2) proteção a acionistas minoritários é um mecanismo eficiente para a promoção do mercado de capitais.

O *Neuer Markt* foi criado em 1997 e em seus 3 anos de existência mais de 200 empresas abriram o seu capital. Este número corresponde a aproximadamente um terço de todas as empresas que abriram o capital na Alemanha entre 1949 e 1999.

Em termos absolutos o mercado acionário alemão é bastante expressivo: em 1998 era o quarto mercado mundial em termos de capitalização bursátil. No entanto, quando tomado em relação ao PIB é relativamente pequeno. A Tabela 1 (ver pág. 5) ilustra este fato: a média da capitalização bursátil como proporção do PIB na Alemanha para o período 1994-96 era de apenas 25,1% (a vigésima quinta em uma amostra de 41 países). Este valor é bastante pequeno quando comparado a Malásia (279,8%), Reino Unido (132,2%), Estados Unidos (95,9%) ou Japão (72,6%). Em termos de liquidez, padrão semelhante se verificava. A Tabela 2 (ver pág. 5) contém a média do valor transacionado como proporção do PIB entre 1994 e 1996 para 41 países. A Alemanha apresentava uma média de 26,3% (a décima na amostra). No mesmo período a Malásia apresentava 145,7%; os Estados Unidos, 74%; e o Reino Unido, 47,2%.

A performance do mercado acionário alemão era ainda mais pobre quando consideramos a concentração de mercado e o número de empresas que abriam capital (IPOs). A Tabela 3 contém as médias dos índices de concentração da Capitalização bursátil do FIBV para dois períodos: 1991/1993 e 1996/1998. Vemos que a Bolsa Alemã tem sempre estado entre as mais concentradas: oitava posição no primeiro período e nona no segundo. Em termos de liquidez, a performance era ainda pior: a Tabela 4 mostra que a Bolsa Alemã é a mais concentrada em ambos períodos.

Tabela 3**Concentração do Mercado - Capitalização Bursátil (%) - Índice FIBV (*)**

Bolsa	1991-1993 (média)		1996-1998 (média)	
	concentração	rank	concentração	rank
Londres	71,8	3	76,3	1
Hong Kong	63,6	10	75,1	2
Suíça	70,1	5	74,8	3
Madri	71,8	4	73,8	4
Austrália	75,1	1	72,3	5
Lima			70,9	6
Bolsa Alemã	63,5	11	70,7	7
Amsterdã	73,1	2	69,6	8
São Paulo	66,2	8	68,2	9
Buenos Aires	69,4	6	67,6	10
Nasdaq	54,1	17	65,9	11
Telavive	54,3	16	65,7	12
Paris	55,9	14	65,5	13
Copenhague	57,7	12	64,6	14
Atenas			64,1	15
Toronto	58,6	12	63	16
Tailândia	45,1	26	61,4	17
Nova Zelândia	69,2	7	60,3	18
Jakarta			60,1	19
Coréia	53,2	19	59,8	20
NYSE	52,3	20	59,6	21
Filipinas			58	22
Estocolmo	46	24	57,4	23
Itália	50,6	21	57,3	24
Irlanda			54,1	25
Istambul	39,3	31	53,9	26
Lisboa			52,5	27
Tóquio	48,7	23	52,4	28
Oslo	55	15	52	29
Kuala Lumpur	45,5	25	51,9	30
Santiago	53,8	18	51,1	31
Liubliana			49,2	32
Bruxelas	49,3	22	48,5	33
México	37,2	33	47,3	34
Singapura	64	9	46,9	35
Varsóvia	17	35	44,4	36
Taiwan	36,4	34	38,8	37
Joanesburgo	41,9	28	38,4	38
Luxemburgo	42	27	38,4	39
Viena	40	30	37,4	40
Helsinque	38,1	32	34,9	41

*Capitalização bursátil das 5% maiores companhias dividido pela capitalização total de Mercado.

Fonte: FIBV.

Tabela 4.
Concentração do Mercado – Valor Transacionado (%) - Índice FIBV *

Bolsa	1991-1993 (média)		1996-1998 (média)	
	concentração	rank	concentração	rank
Bolsa Alemã	84,5	1	85,8	1
Madri	66,8	6	85,1	2
Austrália	80,5	3	79,5	3
Buenos Aires	50,2	16	78,1	4
Nasdaq	59,1	9	76,9	5
São Paulo	83,4	2	75,7	6
Lima			75,2	7
Nova Zelândia	68,1	4	71,3	8
Paris	67,7	5	70,4	9
Copenhague	50,3	15	66,7	10
Londres	37,8	25	66,3	11
Itália	56,2	10	65,3	12
Suíça			64,9	13
Amsterdã	51,3	13	64,2	14
Hong Kong	51,7	12	63,8	15
Estocolmo	51,3	14	63,6	16
Santiago	61,5	8	63,2	17
Telavive	38,3	24	63,1	18
Lisboa			60,5	19
México	37,6	26	56,7	20
Irlanda			55,6	21
Joanesburgo			53	22
Liubliana			52,7	23
Toronto	61,6	7	51,7	24
NYSE			50,4	25
Jacarta			49,5	26
Tóquio	41,6	20	49,3	27
Bruxelas	41,2	21	48,1	28
Luxemburgo	23	27	48,1	29
Viena	44,5	19	47,7	30
Atenas			47,4	31
Tailândia	48	18	45,3	32
Helsinque	55,1	11	44	33
Oslo	48,8	17	42,2	34
Kuala Lumpur	20,4	29	38	35
Filipinas			37,6	36
Istambul	39,9	22	37,2	37
Coréia	39,8	23	34,9	38
Singapura	10	30	33,5	39
Taiwan	22,7	28	33,3	40
Varsóvia		41	22,9	41

* Volume de transação das 5% maiores empresas dividido pelo volume total de negociações.

Fonte: FIBV.

Uma consequência da baixa performance do mercado acionário alemão era o reduzido número de empresas que abriam o capital (IPOs). A Tabela 5 contém o número anual de IPOs na Alemanha entre 1965 e 1999. Observamos que neste período apenas 219 empresas abriram seu capital – uma média de 6.8 IPOs por ano. Portanto, muito poucas novas empresas recorriam ao mercado acionário para financiar investimentos.

Tabela 5
IPOs na Alemanha: 1965-1999

Ano	Amtlicher Handel*	Geregelter	Freivekher	Neuer Market	Total
1965	2	2	0		4
1966	3	0	0		3
1967	0	1	0		1
1968	0	0	0		0
1969	6	1	1		8
1970	2	1	0		3
1971	1	3	0		4
1972	3	0	0		3
1973	6	0	0		6
1974	0	1	0		1
1975	1	0	0		1
1976	0	2	0		2
1977	5	1	1		7
1978	1	1	0		2
1979	3	2	0		5
1980	2	0	1		3
1981	1	1	0		2
1982	2	2	0		4
1983	6	1	4		11
1984	11	10	2		23
1985	8	4	1		13
1986	17	11	1		29
1987	9	10	0		19
1988	3	12	0		15
1989	10	16	2		28
1990	11	20	3		34
1991	9	10	0		19
1992	2	7	0		9
1993	6	3	2		11
1994	3	8	4		15
1995	12	8	0		20
1996	6	6	2		14
1997	10	4	9	16	39
1998	12	5	5	45	67
1999	30	9	23	140	202
	203	162	61	201	627

*Inclui IPOs no SMAX.

Fonte: Johnson (2000)

A hipótese que permeou a criação do Neuer Markt, é que a baixa performance do mercado acionário alemão se devia ao baixo nível de proteção a acionistas minoritário. A Tabela 6 ilustra a proteção a minoritários em vários países. Este índice de proteção a minoritários (chamado direitos anti-controladores) foi desenvolvido em La Porta et al. (1998). Tal indicador considera 6 critérios e atribui um ponto para cada critério observado (deste modo, a nota máxima é seis). A Alemanha soma apenas 1 ponto, sendo portanto, um dos países com menor grau de proteção para acionistas minoritários.

Tabela 6
Direitos dos Acionistas no Mundo

País	Procuração pelo Correio	Ações não são bloqueadas antes de encontros	Voto Cumulativo/representação proporcional	Minoria Oprimida	Direitos preemptivos para novas emissões	% do Capital necessária para pedir uma assembléia extraordinária	Direitos anti-diretor
África do Sul	1	1	0	1	1	.05	5
Canadá	1	1	1	1	0	.05	5
Chile	0	1	1	1	1	.10	5
Estados Unidos	1	1	1	1	0	.10	5
Hong Kong	1	1	0	1	1	.10	5
Índia	0	1	1	1	1	.10	5
Paquistão	0	1	1	1	1	.10	5
Reino Unido	1	1	0	1	1	.10	5
Argentina	0	0	1	1	1	.05	4
Austrália	1	1	0	1	0	.05	4
Cingapura	0	1	0	1	1	.10	4
Espanha	0	0	1	1	1	.05	4
Irlanda	0	1	0	1	1	.10	4
Japão	0	1	1	1	0	.03	4
Malásia	0	1	0	1	1	.10	4
Noruega	1	1	0	0	1	.10	4
Nova Zelândia	1	1	0	1	0	.05	4
Brasil	0	1	0	1	0	.05	3
Colômbia	0	1	1	0	1	.25	3
Filipinas	0	1	1	1	0	aberto	3
Finlândia	0	1	0	0	1	.10	3
Israel	0	1	0	1	0	.10	3
Nigéria	0	1	0	1	0	.10	3
Peru	0	1	1	0	1	.20	3
Portugal	0	1	0	0	1	.05	3
Quênia	0	1	0	1	0	.10	3
Sri Lanka	0	1	0	1	0	.10	3
Suécia	0	1	0	0	1	.10	3
Taiwan	0	0	1	1	0	.03	3
Zimbabuê	0	1	0	1	0	.05	3
Áustria	0	0	0	0	1	.05	2
Coréia do Sul	0	0	0	1	0	.05	2
Dinamarca	0	1	0	0	0	.10	2
Egito	0	1	0	0	0	.10	2
Equador	0	1	0	0	1	.25	2
Grécia	0	0	0	0	1	.05	2
Holanda	0	0	0	0	1	.10	2
Indonésia	0	1	0	0	0	.10	2
Suíça	0	0	0	0	1	.10	2
Tailândia	0	1	1	0	0	.20	2
Turquia	0	1	0	0	0	.10	2
Uruguai	0	0	0	1	1	.20	2
Alemanha	0	0	0	0	0	.05	1
Itália	0	0	0	0	1	.20	1
Jordânia	0	1	0	0	0	.25	1
México	0	0	0	0	1	.33	1
Venezuela	0	1	0	0	0	.20	1
Bélgica	0	0	0	0	0	.20	0

Fonte: La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer (1998)

A principal bolsa na Alemanha é a Bolsa de Valores de Frankfurt. Esta bolsa é composta por três mercados: *Amtlicher Handel* (mercado principal), *Geregelter Markt* (mercado de balcão

regulado) e *Freivekber* (mercado não regulado). Para que uma empresa seja listada em um destes mercados basta estar de acordo com as condições estabelecidas por lei. As exigências para listagem diferem entre os três mercados. Por exemplo: empresas no *Amtlicher Handel* devem relacionar todos os acionistas que possuem mais de 5% do capital votante. As proporções de capital votante que cruzam determinados limites (10%, 25%, 50% e 70%) também devem ser notificadas. Nos outros dois mercados as empresas devem publicar informações sobre direitos de votos somente quando da abertura de capital.

Atualmente existem dois segmentos especiais da Bolsa de Frankfurt: o *Neuer Market* e o *SMAX*. Para listar no *Neuer Market* ou *SMAX* a empresa deve estar listada e, portanto, obedecer as condições do *Amtlicher Handel* ou *Geregelter Markt*. Adicionalmente, a empresa necessita assinar um contrato com a *Deutsch Borse* (empresa que administra a Bolsa de Frankfurt) que estabelece condições adicionais. Estes contratos têm o status legal de um contrato privado e, portanto, é regido pelas leis civis que regulam estes contratos. Deste modo, uma mudança nos requerimentos para listagem no *Neuer Market* ou no *SMAX* afeta somente as novas empresas que listarem. O contrato com as empresas já listadas permanece inalterado. O contrato para listagem no *Neuer Markt* prevê que quaisquer litígios sejam resolvidos por uma câmara arbitral⁸. Este dispositivo acelera a resolução de litígios, dando aos investidores maior garantia de que seus direitos serão obedecidos.

A criação do *Neuer Markt* foi iniciativa de uma instituição privada, a *Deutsch Borse* (empresa que administra a Bolsa de Valores de Frankfurt). O principal objetivo era a criação de um mercado cujas ações apresentassem liquidez e, deste modo, atraíssem novas empresas. O principal obstáculo à criação do *Neuer Markt* foi convencer os proprietários da *Deutsch Borse* (na sua maioria bancos alemães) de que o novo mercado de fato ofereceria uma alternativa atraente de financiamento para as empresas.

Um elemento considerado fundamental no processo de criação do *Neuer Markt* foi o estabelecimento de um fórum denominado “Amigos do *Neuer Markt*.” Este grupo foi composto por representantes dos diversos segmentos do mercado financeiro: bancos, *underwriters*, corretores, advogados e outras entidades. A criação deste grupo proporcionava algumas vantagens: 1) garantia que o desenho institucional do *Neuer Markt* considerasse as diferentes perspectivas; 2) mantinha a perspectiva de que o *Neuer Markt* não era um projeto da *Deutsch Borse*, porém de grupos representativos do mercado de capitais, 3) magnificava a divulgação do novo mercado.

A etapa seguinte à criação do mercado incluiu uma estratégia agressiva para garantir a listagem de algumas empresas. Dentre estas iniciativas destacam-se: 1) a visita a empresas com o perfil desejado e 2) concessão de incentivos para as primeiras empresas que listassem. Entre os incentivos concedidos está a provisão de *sponsors* (instituições que se comprometem a transacionar até DM\$ 20.000 diariamente).

O *Neuer Markt* foi criado com o objetivo de ser um mercado para “empresas de crescimento”. Este foco casava com o objetivo de promover o desenvolvimento do *venture capital*, o qual financia primariamente empresas de crescimento. Adicionalmente, o *venture capital* é um financiamento transitório e, portanto, necessita de uma estratégia de saída (*cash out*), sendo a abertura de capital a estratégia que mais traz benefícios.

O *Neuer Markt* foi aberto em 1997 com apenas 2 empresas. O sucesso obtido nos seus três anos de existência é retumbante. Mais de 200 empresas foram listadas neste período, 140 das quais apenas em 1999. A *Deutsch Borse* estima que em 2000 entre 150 a 200 novas empresas serão listadas no *Neuer Market*. Estes número são ainda mais impressionantes quando comparados com o padrão previamente existente no mercado alemão: o número de novas empresas que abriram seu capital no *Neuer Markt* corresponde a 29.6% de todas as empresas que abriram o capital na Alemanha desde 1949.

Adicionalmente ao estabelecido por lei para listagem no *Amtlicher Handel* ou *Geregelter*, existe uma série de condições para que uma empresa possa ser listada no *Neuer Market*. Estas condições se referem ao perfil da empresa, volume e características dos volume de ações,

⁸ Uma câmara arbitral, funciona como um tribunal privado, cujos árbitros são indicados pelas partes litigiosas. À decisão obtida pela câmara arbitral, não cabe recurso junto a tribunais. Deste modo a solução de conflitos por arbitragem acelera os processos judiciários.

governança, e disclosure. As candidaturas de empresas ao Neuer Markt são examinadas por uma comissão da Deutsch Borse que decide se a empresa deve ser admitida. A seguir listamos algumas destas condições requeridas.

Características das empresas

- Somente *growth companies* são admitidas;
- Patrimônio líquido de pelo menos EU\$ 1,5 milhões na data da candidatura;
- A empresa deve ter existido por pelo menos 3 anos;
- A empresa deve ter publicado os demonstrativos financeiros nos 3 anos que antecederam a postulação;

Condições sobre volume, negociação e características da emissão

- Distribuir inicialmente ao público (*free-float*) pelo menos 25% do número total de ações (sob certas condições este percentual pode ser reduzido para 20%);
- Os acionistas originais da empresa não poderão vender suas ações por um período de 6 meses (*lock-up*);
- Somente um título por empresa pode ser admitido para negociação;
- Pelo menos 50% do valor da oferta inicial deve ser destinada a aumento de capital;
- Apresentar pelo menos 2 *sponsors* (bancos que se comprometam a transacionar diariamente até um máximo de DM\$20 mil);
- IPO *prospectus* deve seguir padrões internacionais;

Governança empresarial, disclosure e enforcement;

- Somente ações com direito a voto (*one share-one vote*) são admitidas;
- Publicar demonstrativos trimestrais preparados em inglês e alemão de acordo com US-GAAP ou *International Accounting Standards*;
- Demonstrativos anuais devem ser publicados dentro de 4 meses do encerramento do período;
- Publicação do calendário anual da empresa (por exemplo das assembleias);
- Seminários para analistas pelo menos uma vez ao ano;
- Submissão ao código de *take-over*;
- Disputas judiciais serão resolvidas por um tribunal de arbitragem.

4.2. O papel do Governo

É fundamental que o governo, em todas suas instâncias, realize e introjete a percepção de que o desenvolvimento do mercado de capitais é decisivo para a retomada do crescimento sustentado brasileiro.

Apesar do avanço desta percepção em várias áreas governamentais, com o próprio Presidente discursando sobre a matéria, é preciso um comprometimento mais amplo com o assunto, de tal forma que decisões de diferentes áreas governamentais não entrem em conflito, minando a possibilidade de aproveitarmos a oportunidade que hora aparece.

Além da reforma tributária que sabemos, é uma mudança difícil e de mais longo prazo, existem uma série de medidas, absolutamente factíveis de serem implementadas rapidamente pelas autoridades governamentais.

A principal delas é a mudança na lei das Sociedades Anônimas, cuja tramitação já está em curso e é discutida no Anexo 3.

Entre as outras medidas passíveis de serem tomadas destacam-se:

- a introdução da obrigatoriedade de publicação de balanço à partir de um certo tamanho de empresa daria uma maior isonomia entre as empresas abertas e fechadas, retirando uma “vantagem espúria” das últimas;
- fim da obrigatoriedade de publicação dos balanços na imprensa oficial a custos elevadíssimos retiraria uma desvantagem das empresas abertas. Os balanços poderiam passar a ser publicados em um site aberto e gratuito;
- mudança na apresentação dos demonstrativos que passariam a seguir as normas contábeis internacionais;

▪ “Alteração nas regras de liquidação de operação de compra e venda dos investidores estrangeiros de forma a evitar a incidência da CPMF e eliminar uma vantagem indevida dos mercados internacionais que drenaram negócios para fora do Brasil, afetam a liquidez do valor das companhias.”

4.3. O papel da CVM.

Não é preciso ressaltar a importância de um órgão regulador para o desenvolvimento de um mercado de capitais. Apesar da CVM vir aperfeiçoando-se no papel de guardião do mercado, uma atuação pública mais ativa é fundamental para fortalecer sua imagem. Entretanto, as restrições de recursos financeiros e de pessoal inerentes ao fato de ser um órgão público, tem dificultado sua atuação.

Assim, é fundamental “sua transformação de autarquia em agência de controle, na modalidade das hoje existentes para a regulação dos serviços públicos, como ANATEL e ANEEL. Seus dirigentes deveriam, neste quadro, ter mandatos fixos, aprovados pelo Senado Federal, e também a autonomia financeira e orçamentária deveria ser garantida, dentre outras medidas, pela via de total controle da agência sobre o recolhimento e uso das taxas de fiscalização”.⁹

Entendemos que, dentre as medidas que devem constar de proposta legislativa que venha a ser apresentada com o objetivo de assegurar melhores condições de atuação da CVM, cumpre atribuir competência ao agente regulador para, em defesa do mercado e dos investidores que dele participam, atuar em juízo, propondo medidas judiciais que entender adequadas.

Atualmente, a Lei n.º 7.913/89, atribui competência ao Ministério Público para, de ofício ou atendendo a pedido da CVM, adotar as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de:

- operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preços de valores mobiliários;
- compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;
- omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

Entretanto, o Ministério Público, dadas as outras inúmeras incumbências que tem e a falta de apoio técnico especializado da CVM, não tem condições de adotar, por iniciativa própria, e na velocidade que os fatos exigem, medidas em defesa dos princípios estabelecidos pela Lei 7.913/89.

Também a CVM, presa às regras atuais, não consegue desempenhar suas funções na velocidade e competência necessárias. Para que alguma medida seja proposta a seu pedido, é necessário que a CVM delibere, internamente, a adoção da medida (o que, quase sempre, demanda tempo); a seguir deve ser feito um contato com algum integrante do Ministério Público, explicando os pormenores do caso, para que ele possa, consultados os seus superiores, aprovar a propositura da ação; e finalmente prepare a petição, para distribuí-la em juízo.

Não bastasse este longo percurso, cuja perda de tempo pode ser fatal, a partir de sua distribuição a CVM perde o comando da ação judicial, que fica sendo exercido pelo Ministério Público.

Considerando que um dos pilares da atividade reguladora de um mercado é a possibilidade de tornar efetivas (*enforcement*) as medidas, impostas pelo agente regulador, que cerceiam as atividades dos regulados para corrigir as imperfeições típicas do mercado livre, e que a atuação judicial é fundamental para que se alcance tal objetivo, acreditamos ser da maior importância atribuir à CVM poder para agir diretamente em juízo, independentemente do Ministério Público.

4.4. O papel dos fundos.

A falência do Sistema Brasileiro de Previdência Pública tornou urgente a criação da Pre-

⁹ Relatório do Projeto de Lei elaborado pelo Deputado Emerson Kapaz, em discussão na Câmara dos Deputados.

vidência Privada que, entretanto, só passou a viabilizar-se à partir da estabilização. Até então era restrita aos grandes fundos de aposentadoria das empresas estatais, geridos de forma sabidamente questionável. A Previdência Privada, as empresas de Seguro e as de Capitalização, caracterizam-se como investidores institucionais que, com a utilização de ativos (ações, títulos de dívida pública, certificados de depósito bancários (CDB's), imóveis, etc.) como garantias para as provisões técnicas que lastreiam suas operações, contribuem decisivamente para a formação da poupança interna do país.

Tendo já se desenvolvido de forma significativa desde 1993, inclusive com a normatização dos fundos FAPI e PGBL entre outros (vide tabela 7), estes fundos deverão seguramente atingir patamares mais elevados de captação depois das regulamentações da Constituição Federal que deverão complementar as mudanças na Previdência Social e no segmento de Seguros (quebra do monopólio de resseguro e o estabelecimento de regras quanto à participação do capital estrangeiro).

Tabela 7
Provisões técnicas – R\$ bilhões

	1996	1997	1998
Seguros	8,3	10,4	14
Previdência Privada aberta	3,2	4,6	7
Capitalização	3,3	3,7	4,2
Previdência Privada fechada	12,1	16,9	24,2
Previdência Pública	51,9	61,2	62,6

Fonte: Susep e Ministério da Previdência

Além deles, o florescimento de Fundos Fechados de Investimento, por hora ainda incipientes, também terão um papel importante na demanda por produtos financeiros que deverá crescer com o passar do tempo, à medida que sua atuação for tornando-se mais ampla e pública.

Além de sua importância na ampliação do mercado, como fonte de demanda de ações, estes novos participantes tem um papel fundamental através da atuação dos seus administradores forçando governança corporativa: vendendo papeis de empresas já “educadas”; multiplicando a “cultura” de governança; alavancando recursos de longo prazo e gerando liquidez tanto para as empresas já abertas quanto para as novas que deverão abrir.

4.5. O papel do BNDES e do BNDESPAR

Apesar do inquestionável papel destas instituições no financiamento de longo prazo dos principais investimentos brasileiros, não se pode negar que o acesso “fácil” a estas instituições serviram como alternativa ao mercado de capitais.

No novo cenário que se avizinha, de retomada do crescimento e escalada das taxas de investimento no país, BNDES e BNDESPAR continuarão sendo uma fonte de financiamento decisiva porém não precisam contribuir para a fragilidade do mercado de capitais brasileiro.

Ao contrário, as contribuições tanto do BNDES como do BNDESPAR poderão ser decisivas obrigando as empresas a ter mínimas condições de governança como condição para a obtenção de novos créditos. Da mesma forma mecanismos de indução e suporte poderiam ser estudados. Além disso, em qualquer empresa, como minoritários, eles poderão mudar a correlação de forças destes acionistas, fortalecendo-os.

5. REFERÊNCIAS

- Carvalho, Antonio Gledson de. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil. IPE/USP. Texto para discussão 6/2000.
- Cruz, Paulo Roberto Davidoff Chagas. Dívida externa e financiamento de longo prazo da economia brasileira. Universidade de Campinas, agosto de 1993, mimeo.
- FIBV. Annual Report. Vários anos.
- Goldenstein, Lídia. Repensando a Dependência. Ed. Paz e Terra, 1994.
- Johnson, S. 2000, Which Rules Matter? Evidence From Germany's Neuer Markt, MIT working paper.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny, 1998, Legal Determinants of External Finance, Journal of Finance, 52, 1131-50.
- World Bank 1999, World Development Indicators, CD-Rom, The World Bank, Washington DC.

Bibliografia

- Gleaser, E., S. Johnson, e A. Shleifer, 2000, Coase Versus the Coasians, *Harvard e MIT working paper*.
- Johnson, S., (2000), Which Rules Matter? Evidence From Germany's Neuer Markt, *MIT working paper*.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, e A. Shleifer, 1998, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance* 54, 717- 738.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny, 1998, Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny, 1997, Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- Levine, R., 1996, Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature* (junho), pags. 688-726.
- Pagano, M., F. Panetta e L. Zingales, 1995, Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, NBER working paper 5367.
- Rocca, C. A. e A. G. Carvalho, 1999, Mercado de Capitais e o Financiamento das Empresas Abertas, FIPE/ABRASCA.

ANEXO 1

ASCENSÃO E DECLÍNIO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL A EXPERIÊNCIA DOS ANOS 90

1. Introdução

Novas teorias e evidências empíricas têm recentemente fortalecido a percepção de que o desenvolvimento financeiro é fundamental para o crescimento econômico. Isto baseia-se na constatação de que a disponibilidade de bons projetos de investimentos e poupança financeira não são suficientes para garantir altas taxas de crescimento. Uma das características do sistema capitalista é a separação entre poupadores e empreendedores. Entre eles encontra-se o sistema financeiro. Uma condição essencial para maximizar o crescimento econômico é que o sistema financeiro funcione de modo a alocar os recursos financeiros aos projetos de maior produtividade. Muito embora alguns analistas vejam os mercados de capitais (e os mercados acionários em particular) em países em desenvolvimento como cassinos, com pouco impacto sobre crescimento econômico, evidências recentes sugerem que os mercados acionários podem ser instrumentos de promoção do desenvolvimento econômico [Levine (1997) oferece uma boa resenha sobre o tópico].

Os mercados de capitais podem afetar o crescimento econômico através da criação de liquidez. Muitos investimentos de alta produtividade requerem que volumes expressivos de recursos sejam aplicados a longos prazos. No entanto, os investidores geralmente são refratários a comprometer recursos por longos períodos. Os mercados de capitais tornam estes investimentos líquidos, portanto, menos arriscados e mais atraentes aos investidores. Assim sendo, a liquidez propiciada pelos mercados de capitais pode melhorar a alocação de recursos da economia na medida em que redireciona recursos de projetos com baixos retornos e curta maturação para projetos com altos retornos e longa maturação.

No Brasil, o avanço do processo de estabilização macroeconômica, bem como o crescente consenso acerca do que gera instabilidade econômica, têm permitido que as atenções se voltem para o aperfeiçoamento institucional. Isto inclui o aperfeiçoamento de instituições financeiras tais como bancos, a criação de mecanismos e agências regulatórias, e o desenvolvimento dos mercados de capitais. A crescente atenção dispensada aos mercados de capitais é sentida através de pronunciamentos dos presidentes da República, Banco Central, BNDES, e outras autoridades.¹⁰ Em vista do quadro acima, torna-se oportuna uma análise da evolução do mercado de capitais e um diagnóstico de possíveis entraves ao seu desenvolvimento.

2. A Experiência dos Anos 90

Uma série de mudanças no quadro macroeconômico e regulatório no início da década de 90 tornou o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais. O resultado destas mudanças foi uma entrada significativa de investimentos externos direcionados ao mercado de capitais. A Tabela 1 mostra o movimento de capitais estrangeiros via Anexo IV (investimento direto em carteira de valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros) entre 1991 e 1999. A entrada líquida de capitais partiu de US\$ 386 milhões em 1991 para alcançar uma média anual de US\$ 3.3 bilhões entre 1993 e 1996. O saldo, no entanto, tornou-se negativo em 1998 (US\$ 2.4 bilhões) como reflexo da ameaça de crise cambial que se confirmou no início de 1999. Em 1999 há uma recuperação com a entrada líquida de US\$ 1.1 bilhões, valor ainda bastante aquém da média anterior à crise cambial de 1998/1999.

¹⁰ Folha de São Paulo e Estado de São Paulo, 28/2/200 e 24/2/2000.

Tabela 1
Investimentos Externos - Anexo IV –US\$ milhões

Período	Ingresso	Retorno	Saldo
1991	428,4	96,1	386,3
1992	2.966,8	1.652,4	1.314,4
1993	14.614,1	9.136,5	5.477,6
1994	20.532,4	16.778,2	3.754,2
1995	22.026,6	21.498,4	528,3
1996	22.935,6	19.341,9	3.593,7
1997	32.191,9	30.576,8	1.615,1
1998	21.886,7	24.349,0	-2.462,3
1999	12.396,1	11.296,0	1.100,1
Total (1991-99)	150.032,7	134.725,2	15.307,4

Fonte: CVM

O reflexo desta maciça entrada de capitais estrangeiros foi um crescimento expressivo no valor das ações e volumes negociados em bolsa.¹¹ Este movimento está ilustrado na Tabela 2 que contém dados anuais de *turnover*, capitalização bursátil e volume total negociados como proporção do PIB entre 1980 e 1998. A capitalização bursátil como proporção do PIB partiu de uma média de 8% nos anos 80, para atingir valores de até 33.5% em 1994, com uma média de 26.3% entre 1993 e 1998. O volume transacionado como proporção do PIB que teve uma média de 2.7% entre 1980 e 1989, cresceu para um valor médio de 16.7% entre 1993 e 1998. Acompanhando a mesma tendência, o *turnover* partiu de uma média de 28% na década de 80, para atingir 64% entre 1993 e 1998, chegando a um máximo de 107% em 1998.

Tabela 2
Evolução do Mercado de Ações no Brasil: 1980-1999

Período	Capitalização Bursátil/PIB (%)	Volume total negociado/PIB (%)	Turnover (%)
1980	3,9	0,7	18,9
1981	4,9	0,5	10,4
1982	3,8	0,8	21,4
1983	8,0	1,6	18,2
1984	15,4	3,0	19,3
1985	20,3	4,8	23,6
1986	16,0	6,9	43,2
1987	6,0	2,1	34,6
1988	10,1	3,4	33,4
1989	10,7	3,3	31,3
1990	3,5	1,1	30,8
1991	11,2	2,2	19,6
1992	12,0	4,8	40,4
1993	22,7	8,8	38,8
1994	33,5	15,6	46,7
1995	20,9	11,3	53,9
1996	28,0	14,9	53,3
1997	31,6	26,9	85,0
1998	21,2	22,7	107,2
1999	30,9	12,1	39,0

Fonte: CVM

Comparações internacionais também ilustram o aumento da importância relativa do mercado acionário brasileiro na década de 90.¹² A seguir comparamos nossas taxas de crescimento com a média e a mediana mundiais obtidas entre dois triênios: 1988-90 e 1994-1996. Em ter-

¹¹ No Brasil não há mercado ativos para a formação de preços de títulos de dívida. O sistema SETIP/SELIC é usado apenas para registro de transações. Por esta razão, concentramos a discussão apenas no mercado acionário.

¹² Nestas comparações nos restringimos ao conjunto de 40 países usados por La Porta et Al. (1997).

mos de Capitalização bursátil, o Brasil cresceu a uma taxa de 261% contra uma média mundial de 139% e uma mediana de 72%. Neste quesito ocupávamos a 33ª posição no período 1988-90, e passamos a ocupar a 28ª posição no período 1994-1996 (Tabela 3). No que se refere a valor transacionado, crescemos a uma taxa de 340% contra uma média de 350% e uma mediana de 163%, passando da 25ª para 20ª posição (Tabela 4). Finalmente, com respeito a *turnover*, crescemos a uma taxa de 28% contra uma média mundial de 89% e uma mediana de 50%, mudando da 9ª para 8ª posição (Tabela 5). Entretanto, a fraca classificação nos critérios de capitalização bursátil e valor transacionado como proporção do PIB refletem, em termos comparativos, a pouca importância do mercado acionário relativamente à economia brasileira.

Tabela 3
Capitalização Bursátil sobre o PIB pelo Mundo (%)

Países	Média 1988-90	Rank	Média 1994-96	Rank
Malásia	95,4	5	279,8	1
África do Sul	138,3	2	195,7	2
Luxemburgo	266	1	188,1	3
Singapura	101,1	4	175,2	4
Reino Unido	92,5	6	132,2	5
Suíça	80,3	7	128,7	6
Chile	36,1	14	119,3	7
Estados Unidos	59,7	8	95,9	8
Holanda	53,4	9	89,7	9
Filipinas	17,6	22	87,7	10
Austrália	45,4	12	84,9	11
Suécia	53,3	10	80,4	12
Tailândia	25,9	19	76,8	13
Japão	127,9	3	72,6	14
Canadá	48,3	11	67,8	15
Nova Zelândia	27,5	17	54,9	16
Finlândia	24,3	20	41,5	17
Israel	12,4	26	41,2	18
Bélgica	39,7	13	39,8	19
Índia	10,5	29	37,9	20
Espanha	27,1	18	36,4	21
França	29,8	16	35,5	22
Dinamarca	31,2	15	35,3	23
Indonésia	3,2	38	33,2	24
Zimbábwe	16,7	23	32,5	25
Noruega	20,9	21	32,1	26
México	10	30	31,7	27
Brasil	7,7	33	27,9	28
Colômbia	3,1	40	20,7	29
Portugal	16	25	19,5	30
Itália	16,4	24	19,4	31
Paquistão	6,5	35	18,4	32
Sri Lanka	8,1	31	17,8	33
Grécia	11,5	27	16,6	34
Turquia	6,7	34	15,1	35
Áustria	10,6	28	14,8	36
Egito	4,5	36	14,3	37
Argentina	3,1	39	13,8	38
Nigéria	4,4	37	9,6	39
Venezuela	7,9	32	8,7	40
Média das taxas de crescimento				139%
Mediana das taxas de crescimento				72%
Taxa de crescimento para o Brasil				261%

Fonte: World Development Indicators 1999 (Banco Mundial)

Tabela 4
Valor Transacionado sobre o PIB pelo Mundo (%)

Países	Média 1988-90	Rank	Média 1994-96	Rank
Malásia	17,1	7	145,7	1
Singapura	38,9	3	77,2	2
Estados Unidos	35,0	4	74,0	3
Holanda	22,8	5	66,3	4
UK	45,3	2	47,2	5
Suécia	9,0	12	45,9	6
Austrália	14,2	9	38,0	7
Tailândia	18,2	6	38,0	8
Canadá	14,2	8	35,4	9
Japão	79,9	1	25,0	10
Filipinas	3,6	23	24,1	11
Turquia	1,6	31	22,4	12
Espanha	8,6	14	22,2	13
França	9,2	11	21,6	14
Israel	8,3	15	17,6	15
Dinamarca	8,8	13	17,1	16
África do Sul	7,0	17	15,7	17
Noruega	9,9	10	15,5	18
Finlândia	5,4	19	15,5	19
Brasil	3,5	25	15,3	20
México	3,5	24	14,9	21
Chile	2,8	27	13,9	22
Nova Zelândia	4,7	20	13,8	23
Áustria	7,5	16	9,5	24
Itália	4,1	22	9,3	25
Indonésia	1,3	32	9,3	26
Bélgica	4,5	21	6,9	27
Paquistão	0,5	34	6,9	28
Índia	6,1	18	6,8	29
Peru	0,3	36	6,3	30
Grécia	2,0	28	5,8	31
Portugal	2,8	26	5,5	32
Sri Lanka	0,3	37	2,9	33
Zimbábwe	0,5	35	2,5	34
Argentina	1,2	33	2,4	35
Colômbia	0,2	39	2,1	36
Egito	0,2	38	2,1	37
Luxemburgo	1,8	29	2,1	38
Venezuela	1,7	30	1,4	39
Nigéria	0,0	40	0,1	40
Média das taxas de crescimento			350%	
Mediana das taxas de crescimento			163%	
Taxa de crescimento para o Brasil			340%	

Tabela 5
Turnover pelo Mundo

Países	Média 1988-90	Rank	Média 1994-96	Rank
Turquia	0,17	25	1,57	1
Estados Unidos	0,59	5	0,76	2
Holanda	0,40	10	0,73	3
Áustria	0,79	2	0,65	4
França	0,31	16	0,62	5
Espanha	0,32	14	0,58	6
Suécia	0,17	26	0,58	7
Brasil	0,43	9	0,54	8
Canada	0,29	17	0,52	9
Malásia	0,17	24	0,51	10
Itália	0,25	19	0,49	11
Tailândia	0,71	3	0,49	12
Dinamarca	0,27	18	0,48	13
México	0,36	12	0,47	14
Noruega	0,46	8	0,47	15
Austrália	0,32	15	0,44	16
Singapura	0,39	11	0,43	17
Israel	0,86	1	0,41	18
Paquistão	0,08	31	0,39	19
Finlândia	0,22	21	0,38	20
Reino Unido	0,49	7	0,36	21
Grécia	0,14	29	0,35	22
Japão	0,62	4	0,35	23
Portugal	0,17	27	0,28	24
Indonésia	0,25	20	0,27	25
Filipinas	0,20	22	0,27	26
Nova Zelândia	0,18	23	0,25	27
Índia	0,57	6	0,18	28
Argentina	0,34	13	0,18	29
Bélgica	0,11	30	0,17	30
Venezuela	0,15	28	0,16	31
Egito	0,05	34	0,15	32
Sri Lanka	0,03	37	0,14	33
Chile	0,08	32	0,12	34
Colômbia	0,06	33	0,10	35
África do Sul	0,05	35	0,08	36
Zimbabwe	0,04	36	0,08	37
Nigéria	0,01	38	0,01	38
Luxemburgo	0,01	39	0,01	39
Média das taxas de crescimento			89%	
Mediana das taxas de crescimento			50%	
Taxa de crescimento para o Brasil			28%	

Fonte: Jonhson (2000)

O movimento descrito acima teve o seu impacto sobre a valorização das ações, tal como ilustrado pela evolução do índice preço-lucro das empresas. A Tabela 6 contém o índice preço-lucro da BOVESPA no período 1990-1998. Este índice partiu de 3.6 em 1991, crescendo monotonicamente até 1996 quando atingiu 34. Como reflexo das crises asiática, russa e brasileira, este índice caiu expressivamente em 1997 e 1998 para 12.5 e 15.2 respectivamente, valores próximos aos de 1994, ainda assim bastante superiores aos do início da década.

Tabela 6
Índice Preço-Lucro: 1990-1998(BOVESPA)

1990	3,6
1991	7,8
1992	8,8
1993	8,4
1994	12,6
1995	26,9
1996	34,0
1997	12,5
1998	15,2

Fonte: FIBV

O florescimento do mercado secundário teve correspondente no mercado primário: o valor das emissões de papéis por empresas de capital aberto cresceu significativamente nos anos 90. A Tabela 7 mostra o volume de emissões de ações, debêntures e notas promissórias para o período 1980-98. O volume de emissões de ações partiu de uma média anual de US\$ 564.7 milhões no período 1980-89 para alcançar um valor médio de US\$ 1.89 bilhões no quinquênio 1993-98. Com respeito à emissão de debêntures, o volume de emissões aumentou de uma média anual de US\$ 979 milhões no período 1980-89 para US\$ 6.4 bilhões no quinquênio 1993-98. Crescimento similar ocorre com a emissão de notas promissórias, muito embora a emissão destes títulos tenha começado somente após 1995. A Tabela 8 mostra os mesmos valores como proporção da formação bruta de capital fixo, indicando que a participação do mercado de capitais tem sido bastante modesta.

Tabela 7
Emissões Primárias no Brasil: 1980-1999 (US\$ milhões)

Período	Debêntures	Ações	Notas Promissórias
1980	288	649	
1981	1.735	290	
1982	1.752	469	
1983	696	249	
1984	299	530	
1985	115	585	
1986	139	1.198	
1987	27	390	
1988	3.253	529	
1989	1.485	758	
1990	916	775	
1991	1.011	602	
1992	339	943	
1993	3.843	841	
1994	3.304	2.259	
1995	7.574	2.112	1.260
1996	8.289*	1.152	481
1997	6.922	3.500	4.525
1998	8.674	3.484	9.681
1999	3.621	1.459	4.428

*Exclui emissão do Banco do Brasil no valor de US\$ 8 bi.

Fonte: CVM

Tabela 8
Emissões Primárias no Brasil: 1980-1998
(% Formação Bruta de Capital Fixo)

Anos	Debêntures	Ações	Total (Ações + Debêntures)
1980	1,21%	0,54%	1,74%
1981	0,48%	2,86%	3,34%
1982	0,78%	2,90%	3,68%
1983	0,68%	1,89%	2,56%
1984	1,50%	0,85%	2,35%
1985	1,55%	0,30%	1,85%
1986	2,34%	0,27%	2,61%
1987	0,59%	0,04%	0,64%
1988	0,71%	4,34%	5,05%
1989	0,68%	1,34%	2,02%
1990	0,81%	0,95%	1,76%
1991	0,82%	1,37%	2,18%
1992	1,31%	0,47%	1,78%
1993	1,00%	4,55%	5,54%
1994	1,99%	2,91%	4,91%
1995	1,46%	5,24%	6,70%
1996	0,78%	5,60%	6,37%
1997	2,18%	4,31%	6,49%
1998	2,35%	5,85%	8,20%

Fonte: World Development Indicators 1999 (Banco Mundial) e CVM

Apesar deste aparente crescimento, não podemos considerar que tenha havido o desenvolvimento de um verdadeiro mercado de capitais no Brasil neste período.

Um elemento crucial para a compreensão dos entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais é a evolução do número de empresas de capital aberto. Paradoxalmente, o grande florescimento do mercado de capitais nos anos 90 foi acompanhado por uma redução monotônica do número de empresas listadas no país. A Tabela 9 contém o número de empresas listadas na BOVESPA¹³ de 1970 a 1999. Este número cresceu expressivamente na década de 70, de 200 empresas em 1970 para 404 em 1979. O crescimento na década de 80 foi mais moderado, atingindo 592 empresas em 1989. No entanto, desde 1990 este número tem caído monotonicamente, fechando 1999 com apenas 487.

Tabela 9
Empresas Listadas na BOVESPA

Ano	Número de Empresas	Ano	Número de Empresas
1970	200	1985	541
1971	337	1986	592
1972	381	1987	590
1973	395	1988	589
1974	398	1989	592
1975	362	1990	579
1976	387	1991	570
1977	452	1992	565
1978	399	1993	551
1979	404	1994	549
1980	426	1995	547
1981	488	1996	554
1982	493	1997	545
1983	506	1998	535
1984	522	1999	487

Fonte: BOVESPA

¹³ O número de empresas listadas na BOVESPA difere do número total de empresas listadas no país por valores bastante reduzidos.

A tendência à queda no número de empresas não se restringe apenas às listadas em bolsa, mas a todo segmento de empresas abertas (incluindo também empresas que emitem apenas títulos de dívida). A Tabela 10 mostra o número de empresas com registro na CVM entre 1980 a 1998. Vemos um total de 1075 empresas para o período de 1980-84, que declina para 850 no período de 1990-1995. No quinquênio seguinte esta tendência reverte-se, chegando a 1047 empresas em 1998. No entanto, a reversão observada entre 1995 e 1998 é ilusória. Muitas das empresas criadas no período eram empresas estatais e consórcios ligados à privatização, empresas que abriram para a emissão de ADRs, empresas de securitização e leasing, e empresas que não fizeram emissão superior a R\$ 1 milhão. A Tabela 11 refaz o cômputo do número de empresas de capital aberto descontando as empresas acima referidas, indicando que o número de empresas abertas do setor produtivo de fato reduziu-se em 34 no período entre 1995 e 1998. Portanto, o aumento do número de empresas abertas registrado no período em questão (Tabela 9) é apenas aparente. Entre 1998 e 1999 o número de empresas com registro na CVM caiu de 1047 para 1029.

Tabela 10
Empresas de Capital Aberto

Período	Número de Empresas
1980/84	1075
1985/89	985
1990/95	850
1996	925
1997	946
1998	1.047
1999	1.029

Fonte: CVM

Uma comparação internacional do número de empresas listadas ilustra a fraca performance brasileira (Tabela 12). Consideramos nossas taxas de crescimento com relação a média e a mediana mundiais obtidas entre dois triênios: 1988-90 e 1994-1996. O número de empresas evoluiu a uma taxa de -7% contra uma média mundial de 31% e uma mediana de 17%, passando da 10ª posição no triênio 1988-90 para a 13ª posição no triênio 1994-96.

Tabela 11
Análise da Evolução da Abertura e Fechamento de Capital de Empresas do Setor Produtivo - 1994-1998

1- Empresas que abriram capital entre 1994 e 1998	367
2- Empresas fecharam capital entre 1994 e 1998 e que abriram depois de 1994	23
A - Aumento do número de empresas (1 menos 2)	344
B – Empresas sem emissões*	165
C – Empresas com emissões**	179
C.1 – Empresas de Leasing	19
C.2 – Empresas de Securitização	19
C.3 – Empresas estatais e consórcios ligados a privatização	29
C.4 – Empresas com emissão de ADRs	13
D – Saldo (C - C1 - C2 - C3 - C4)	99
E – Fechamento de Empresas do Setor Produtivo registradas antes de 1994	133
F – Variação do estoque de empresas do setor produtivo (D - E)	-34

* Não registraram qualquer emissão ou fizeram emissões de valor inferior a R\$ 1 milhão.

** Registraram emissões (ações, debêntures, notas promissórias, bônus de subscrição e ADR) de valor superior a R\$ 1 milhão.

Fonte: Rocca e Carvalho (1999).

Tabela 12
Número de Empresas Listadas por Países

Países	Média 1988-90	Rank	Média 1994-96	Rank
Estados Unidos	6.669	1	7.947	1
Índia	6.003	2	5.270	2
Japão	2.019	3	2.267	3
Reino Unido	1.923	4	2.194	4
Canadá	1.145	6	1.215	5
Austrália	1.242	5	1.185	6
Paquistão	444	13	757	7
Coréia	599	9	727	8
Egito	522	12	697	9
Israel	248	19	649	10
África do Sul	745	7	635	11
Alemanha	550	11	592	12
Brasil	587	10	546	13
Malásia	257	18	543	14
França	631	8	532	15
Tailândia	177	28	420	16
Espanha	406	14	366	17
Chile	211	22	282	18
Holanda	268	16	250	19
Itália	216	21	239	20
Indonésia	69	41	236	21
Dinamarca	269	15	234	22
Peru	262	17	232	23
Suíça	173	31	228	24
Suécia	178	26	227	25
Sri Lanka	176	30	225	26
Singapura	139	33	225	27
Grécia	128	34	217	28
Filipinas	146	32	203	29
Turquia	70	40	203	30
México	202	23	195	31
Nigéria	115	36	180	32
Portugal	178	27	174	33
Nova Zelândia	237	20	167	34
Colômbia	83	38	164	35
Argentina	181	25	151	36
Noruega	121	35	147	37
Bélgica	184	24	146	38
Áustria	84	37	109	39
Venezuela	66	42	89	40
Finlândia	72	39	70	41
Zimbabue	55	43	64	42
Luxemburgo	177	29	58	43
Média das taxas de crescimento			31%	
Mediana das taxas de crescimento			17%	
Taxa de crescimento para o Brasil			-7%	

Fonte: World Development Indicators 1999 (Banco Mundial)

3. Incentivos para a Abertura de Capital

Como mencionado na seção anterior, um dado essencial para compreender o desempenho insatisfatório do mercado acionário no Brasil é a redução do número de empresas abertas. Isto nos remete ao pequeno número de empresas que abrem o capital. Esta seção, baseada em Pagano, Paneta e Zingales (1995), discute os elementos relevantes para a abertura de capital em termos de custo e benefício.

3.1. Benefícios da Abertura de Capital

Na literatura encontramos as seguintes vantagens da abertura de capital:

Maior facilidade para a obtenção de fundos: uma das principais vantagens da abertura de capital é o acesso a fontes de fundos que não bancos. Empresas necessitando de grandes volumes de fundos podem estar sujeitas a altas taxas de juros ou restrições de crédito. A emissão de ações pode aliviar tais restrições.

Liquidez : ações de empresas abertas podem ser negociadas em bolsas, o que é barato para pequenos acionistas que desejam fazer transações em curto períodos. Liquidez para acionistas a baixos custos proporciona maiores preços para as ações da empresa e conseqüentemente menor custo de capital.

Aumento do poder de barganha com bancos: um outro problema que as empresas enfrentam junto a bancos é que estes podem obter vantagens (altas taxas de juros) devido à informação privilegiadas que têm acerca da qualidade creditícia de seus clientes. Através da disseminação de informação para o mercado em geral, as empresas atraem competição para seus credores, assegurando menor custo de capital e maior volume de recursos.

Diversificação de portfólio: a decisão de abrir o capital permite que os acionistas iniciais da empresa diversifiquem seus portfólios, que em geral são fortemente carregados na empresa que detêm. Isto pode ser obtido por dois modos: venda direta de ações ou indiretamente via levantamento de fundos através da emissão de ações e posterior diversificação de seu risco com a compra de ações de outras empresas.

Troca de controle: abrir o capital pode ser um primeiro passo dentro de uma estratégia ótima de venda de uma empresa. A venda de uma parcela inicial das ações de uma empresa pode aumentar o valor de venda do bloco restante de ações.

Os benefícios acima dependem largamente da liquidez das ações das empresas. Alta liquidez proporciona maior facilidade para a obtenção de fundos (via emissão de títulos e ações), a atenção de analistas que geram e disseminam informações sobre a empresa, etc.

3.2. Custos da Abertura de Capital

Underpricing: um dos mais sérios obstáculos à abertura de capital é que as ações das empresas são ofertadas a um preço em média inferior ao preço de fechamento no primeiro dia em que a ação é transacionada. Este fenômeno (denominado *underpricing*) tem sido constatado em vários países. Várias teorias sugerem que o *underpricing* é natural, pois os agentes que vendem as ações possuem informação superior à dos investidores que as compram. Assim sendo, o *underpricing* aparece como um prêmio que investidores exigem para transacionar com agentes com informação superior. O *underpricing* é um fenômeno relacionado à distribuição inicial das ações e, portanto, depende da eficiência da indústria de *underwriting*.

Despesas administrativas: além do *underpricing* inicial, a abertura de capital implica alguns custos diretos tais como: comissão do *underwriter*, taxas de registro, etc. Adicionalmente, deve-se considerar gastos periódicos tais como despesas regulares com auditores, publicação de informações contábeis, taxas junto a CVM e bolsa de valores, etc. Muitas destas despesas não crescem proporcionalmente com o valor da emissão inicial e portanto pesam relativamente mais para pequenas empresas.

Perda de confidencialidade: o status de companhia aberta exige que empresas forneçam informações cuja confidencialidade pode ser importante para a competitividade da empresa. Este padrão de informação também expõe as empresas a uma maior vigilância por parte das autoridades fiscais, reduzindo o espaço para evasão fiscal.

4. Custos e Benefícios

4.1. Benefícios para Poucos

Aparentemente, durante os anos 90 houve uma escalada nos indicadores de liquidez e performance do mercado primário. O aumento da liquidez e facilidade de obtenção de recursos constituem incentivos para a abertura de capital. No entanto, como veremos a seguir, vários indicadores mostram que o mercado de capitais brasileiro é extremamente concentrado e que apenas uma parcela reduzida das empresas beneficiaram-se do crescimento do mercado nos anos 90. A seguir apresentamos alguns indicadores do nível de concentração e sua evolução.

Os primeiros indicadores que consideramos são os índices de concentração da FIBV. Estes índices medem a porcentagem em termos de capitalização bursátil e valor transacionado correspondente às 5% maiores empresas listadas. A Tabela 13 mostra a concentração em termos de capitalização para diversos mercados em dois períodos: 1991-93 e 1996-98. Podemos observar que em termos de *capitalização bursátil* a BOVESPA tem estado entre as bolsas mais concentradas – 8ª posição no primeiro triênio e 9ª posição no segundo triênio – com o índice mantendo-se estável entre 66-68%. Devemos, no entanto, observar que para a grande maioria das bolsas este índice aumentou entre os dois períodos.

Tabela 13
Concentração do Mercado – Capitalização Bursátil (%)*
Índice FIBV

Bolsa	1991-1993 (média)		1996-1998 (média)	
	Concentração	Rank	Concentração	Rank
Londres	71,8	3	76,3	1
Hong Kong	63,6	10	75,1	2
Suíça	70,1	5	74,8	3
Madri	71,8	4	73,8	4
Austrália	75,1	1	72,3	5
Lima			70,9	6
Bolsa Alemã	63,5	11	70,7	7
Amsterdã	73,1	2	69,6	8
São Paulo	66,2	8	68,2	9
Buenos Aires	69,4	6	67,6	10
Nasdaq	54,1	17	65,9	11
Telavive	54,3	16	65,7	12
Paris	55,9	14	65,5	13
Copenhague	57,7	12	64,6	14
Atenas			64,1	15
Toronto	58,6	12	63	16
Tailândia	45,1	26	61,4	17
Nova Zelândia	69,2	7	60,3	18
Jacarta			60,1	19
Coréia	53,2	19	59,8	20
NYSE	52,3	20	59,6	21
Filipinas			58	22
Estocolmo	46	24	57,4	23
Itália	50,6	21	57,3	24
Irlanda			54,1	25
Istambul	39,3	31	53,9	26
Lisboa			52,5	27
Tóquio	48,7	23	52,4	28
Oslo	55	15	52	29
Kuala Lumpur	45,5	25	51,9	30
Santiago	53,8	18	51,1	31

Bolsa	1991-1993 (média)		1996-1998 (média)	
	Concentração	Rank	Concentração	Rank
Liubliana			49,2	32
Bruxelas	49,3	22	48,5	33
México	37,2	33	47,3	34
Singapura	64	9	46,9	35
Varsóvia	17	35	44,4	36
Taiwan	36,4	34	38,8	37
Joanesburgo	41,9	28	38,4	38
Luxemburgo	42	27	38,4	39
Viena	40	30	37,4	40
Helsinque	38,1	32	34,9	41

*Capitalização bursátil das 5% maiores companhias dividido pela capitalização total de mercado.

Fonte: FIBV.

No que se refere à concentração em termos de *valor transacionado* (Tabela 14), observamos que a BOVESPA é a 6ª bolsa mais concentrada no período 1996-98. Contudo, este indicador mostra que esta concentração se reduziu de uma média de 83,4% no período 1991-93 para 75,7% no período 1996-1998. Isto parece indicar uma importante desconcentração, principalmente quando se considera que, para a grande maioria das bolsas, o índice de concentração de valor transacionado aumentou significativamente durante os mesmos períodos.

Tabela 14
Concentração do Mercado - Valor Transacionado (%)*
Índice FIBV

Bolsa	1991-1993 (média)		1996-1998 (média)	
	Concentração	Rank	Concentração	Rank
Bolsa Alemã	84,5	1	85,8	1
Madri	66,8	6	85,1	2
Austrália	80,5	3	79,5	3
Buenos Aires0	50,2	16	78,1	4
Nasdaq	59,1	9	76,9	5
São Paulo	83,4	2	75,7	6
Lima			75,2	7
Nova Zelândia	68,1	4	71,3	8
Paris	67,7	5	70,4	9
Copenhague	50,3	15	66,7	10
Londres	37,8	25	66,3	11
Itália	56,2	10	65,3	12
Suíça			64,9	13
Amsterdã	51,3	13	64,2	14
Hong Kong	51,7	12	63,8	15
Estocolmo	51,3	14	63,6	16
Santiago	61,5	8	63,2	17
Telavive	38,3	24	63,1	18
Lisboa			60,5	19
México	37,6	26	56,7	20
Irlanda			55,6	21
Joanesburgo			53	22
Liubliana			52,7	23
Toronto	61,6	7	51,7	24
NYSE			50,4	25
Jacarta			49,5	26

Bolsa	1991-1993 (média)		1996-1998 (média)	
	Concentração	Rank	Concentração	Rank
Tóquio	41,6	20	49,3	27
Bruxelas	41,2	21	48,1	28
Luxemburgo	23	27	48,1	29
Viena	44,5	19	47,7	30
Atenas			47,4	31
Tailândia	48	18	45,3	32
Helsinque	55,1	11	44	33
Oslo	48,8	17	42,2	34
Kuala Lumpur	20,4	29	38	35
Filipinas			37,6	36
Istambul	39,9	22	37,2	37
Coréia	39,8	23	34,9	38
Singapura	10	30	33,5	39
Taiwan	22,7	28	33,3	40
Varsóvia		41	22,9	41

* Volume de transação das 5% maiores empresas dividido pelo volume total de negociações.

Fonte: FIBV.

Observando o comportamento do índice de concentração do FIBV para a BOVESPA durante os anos 90 (Tabela 15) vemos que os números apresentam fortes flutuações cíclicas. O grande problema do índice de concentração do FIBV, contudo, é ater-se a apenas 5% das empresas, o que no caso da BOVESPA corresponde a 27/28 empresas. Alternativamente, procuramos examinar outros indicadores que propiciam uma visão mais clara da liquidez do mercado brasileiro. Primeiro consideramos o número de dias em que cada empresa é negociada num período de 271 dias (Julho 1997 a Julho 1998). Conforme documentado na Tabela 16, apenas 19 empresas ou 4,1% do total de 463 empresas negociadas naquele período apresentaram liquidez diária. Aproximadamente 80% das empresas foram transacionadas em menos 240 dias (aproximadamente 90% dos pregões). Cerca de 50% das empresas foram transacionadas em menos de 25% dos pregões. Algumas empresas sequer foram negociadas. Estes números mostram que apenas uma parcela muito pequena das empresas apresentam o mínimo de liquidez.

Tabela 15
Concentração do Mercado – BOVESPA: 1990-99(%)
Índice FIBV

Período	Concentração da Capitalização Bursátil*	Concentração do Volume de Transações**	Número de Empresas
1990	52	49	27
1991	64	86	27
1992	62	84	27
1993	72	81	28
1994	65	75	27
1995	66	82	27
1996	70	77	28
1997	74	76	27
1998	61	73	26

*Capitalização bursátil das 5% maiores companhias dividido pela capitalização total de mercado.

**Volume de transação das 5% maiores empresas dividido pelo volume total de negociações.

Fonte: FIBV

Tabela 16
Distribuição por Número de Dias em que a Empresa
Foi Negociada Período: 271 dias (Julho 1997 a Julho 1998)

Número de dias com negociação	Número de Empresas	Porcentagem do total	Porcentagem Acumulada
271	19	4.1	4.1
261-270	41	8,9	13
251-260	14	3.3	16.0
241-251	7	1,5	17,5
231-240	11	2.4	19.9
221-230	11	2.4	22.2
211-220	9	1.9	24.2
201-210	10	2.2	26.3
191-200	4	0.9	27.2
181-190	3	0.6	27.9
171-180	6	1.3	29.2
161-170	11	2.4	31.5
151-160	7	1.5	33.0
141-150	8	1.7	34.8
131-140	8	1.7	36.5
121-130	4	0.9	37.4
111-120	8	1.7	39.1
101-110	11	2.4	41.5
91-100	10	2.2	43.6
81-90	13	2.8	46.4
71-80	6	1.3	47.7
61-70	12	2.6	50.3
51-60	13	2.8	53.1
41-50	15	3.2	56.4
31-40	18	3.9	60.3
21-30	19	4.1	64.4
nov/20	53	11.4	75.8
01/out	112	24.2	100.0

Fonte: BOVESPA.

Adicionalmente, procuramos observar a evolução da concentração do mercado acionário, tomando como indicador o número de transações por empresas¹⁴ durante o período 1990-99. O Gráfico 1 e a Tabela 17 contém a concentração para as 10, 20, 30, etc. empresas mais transacionadas em pregões no país de 1990 a 1999. Observamos que aquela tendência à desconcentração registrada pelo índice do FIBV se verifica quando consideramos a proporção das transações correspondente às 30 ou 40 empresas mais negociadas. Isto no entanto não se verifica quando consideramos as 80 empresas mais transacionadas. Por outro lado, quando consideramos as 100 empresas mais transacionadas, constatamos que a concentração vem aumentando quase que monotonicamente desde 1990.

¹⁴ Este indicador foi usado por ser pouco sensível a fatores como inflação e taxa de câmbio.

Gráfico 1 Concentração do Número de Negócios por Empresa em Retrospectiva



Tabela 17
Concentração do Número de Negócios por Empresa em Retrospectiva*

Número de Empresa mais negociadas	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
10	48.5	41.9	67.4	58.8	34.4	65.4	40.3	56.6	31.4	25.3
20	60.4	54.3	77.3	73.0	50.6	73.8	54.5	69.7	48.7	44.7
30	68.2	62.5	81.3	78.1	61.7	79.3	64.1	76.7	60.6	57.0
40	73.5	67.8	84.1	81.8	69.0	83.1	71.0	81.6	70.7	66.1
50	76.2	72.1	86.3	84.7	74.6	86.0	76.1	85.0	78.0	73.1
60	79.9	75.5	88.3	87.0	78.2	88.2	80.1	87.8	82.7	78.5
80	84.0	80.9	91.1	90.3	83.2	91.2	85.3	91.6	88.7	86.1
100	87.4	84.7	93.1	92.4	87.2	93.2	89.0	93.9	92.4	91.3
150	93.0	91.1	96.0	95.6	93.3	96.4	94.4	97.2	97.1	97.0
200	95.9	94.9	97.8	97.5	96.5	98.1	97.0	98.7	98.8	98.9
Concentração FIBV	49	86	84	81	75	82	77	76	73	71
Número de Empresas Negociadas	524	544	517	516	509	488	471	484	487	447
Número de Empresas Listadas	581	570	565	550	544	543	551	536	535	487
Número de Transações no Ano (milhares)	1.528	948	1.966	2.232	1.464	1.476	935	1.920	1.322	1.881

*Número de vezes em que alguma ação da empresa é negociada em pregão durante o ano dividido pelo número total de negociações em pregão no ano.

Fonte: CNBV.

O crescimento da concentração também se verificou nos mercados primários. A Tabela 18 contém dados anuais sobre o número de empresas emissoras e o valor médio das emissões de ações e debêntures para o período de 1993 a 1999. O valor médio das emissões que foi de US\$ 53.2 mi entre 1993 e 1995 cresceu para US\$ 162.4 mi entre 1997 e 1999. No primeiro período 98 empresas emitiram ações, ao passo que no segundo período apenas 52. No mercado de debêntures, o valor médio das emissões passou de US\$ 90.3 mi entre 1993 e 1996 para US\$ 128.1 entre

1997 e 1999. No primeiro período 163 empresas emitiram debêntures, no segundo período, 150. Portanto, a expansão do volume total de emissões primárias anteriormente descrito reflete apenas um aumento significativo do valor médio das emissões.

Tabela 18
Mercado Primário – Valor Médio das Emissões: 1993-1998

Ano	AÇÕES		DEBENTURES	
	Número de Emissores no Ano	Emissão Média (US\$ milhões)	Número de Emissores no Ano	Emissão Média (US\$ milhões)
1993	25	33,6	43	89,4
1994	46	49,1	38	86,9
1995	27	78,2	82	92,4
1996	23	50,1	86	96,4
1997	22	159,1	57	121,4
1998	20	174,2	57	152,2
1999	10	145,9	36	100,6

Fonte: CVM

Sumariando esta seção, observamos que tanto o benefício da liquidez quanto o da obtenção de recurso via mercado primário são restritos a um número reduzido de empresas e que esta concentração acentuou-se na década de 90. Apenas uma parcela relativamente pequena das empresas de capital aberto beneficiou-se do crescimento expressivo do mercado de capitais.

4.2. Altos Custos

Observamos na seção 3 que um dos custos importantes a ser considerado na abertura de capital é o *underpricing* na distribuição inicial de ações, as despesas administrativas e a perda de confidencialidade. A tabela 19 [extraída de Rocca e Carvalho (1999)] reporta uma pesquisa entre empresas de capital aberto. Uma amostra de 43 empresas indicou que os custos de manutenção (auditorias, publicações, relatórios, etc.) são as principais desvantagens da abertura de capital: 62,8% citaram tais custos como a principal desvantagem (88,4% incluíram-nos entre as 6 desvantagens mais importantes). Fatores relacionados ao custo do capital próprio (subvalorização das empresas) aparecem em segundo lugar, com 11,6% dos entrevistados listando-os como a principal desvantagem (60,5% incluíram-nos entre as 6 desvantagens mais importantes). Aspectos ligados à perda de confidencialidade (liberação de informações estratégicas para concorrentes quando estas são empresas fechadas e planejamento tributário) foram listados em primeiro lugar por 16,4% dos entrevistados (49% a incluíram entre as 6 desvantagens mais importantes).

Tabela 19
Desvantagens da Abertura de Capital Pesquisa de Opinião Conduzida entre as Empresas de Capital Aberto: 43 Participantes

Desvantagens	Empresa que listaram em primeiro lugar (%)	Empresas que incluíram entre as 6 mais importantes (%)
Custo de manutenção	62.8	88.4
Preço das ações inferior ao valor companhia	11.6	60.5
Custos de underwriting	7.0	49.0
Elevado underpricing na colocação de ações	7.0	46.6
Planejamento tributário	7.0	28.0
Informações estratégicas a concorrentes	4.7	48.9
Concorrentes são empresas fechadas	4.7	32.7
Altos custo de títulos de dívida	2.3	32.5
Dividendos 10% maior para preferencialistas	2.3	18.6

Fonte: Rocca e Carvalho (1999)

A Tabela 20 contém dados sobre os custos de manutenção das empresas abertas coletados pela Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA). Os valores reportados são baseados em questionários respondidos pelas empresas. Como não há um controle ou descrição das características das empresas entrevistadas, os dados da Tabela 20 devem ser tomados apenas como ilustração de quão altos ou baixos estes custos podem ser. Ao câmbio de 1998, somente as despesas com publicações apresentavam um valor médio de US\$ 143 mil (para um mínimo de US\$ 5,41 e um máximo de US\$ 733 mil). Isto corresponde a aproximadamente 30% do custo total. Isto em parte é devido a obrigatoriedade de publicação no Diário Oficial, o que cria um monopólio e permite a prática de preços extorsivos.

Tabela 20
Custos de Manutenção de Capital Aberto
(US\$ mil) Valores ao Câmbio de 1998

	Mínimo	Máximo	Médio
Auditorias externas	4.15	331.46	79.56
Publicações	5.41	733.19	143.12
Anuidades de bolsas	1.72	34.86	12.03
Taxa de Fiscalização	3.69	132.88	22.70
Departamento de acionistas	3.08	542.34	57.86
Custos indiretos	3.08	496.12	120.20
Total	21.13	2,270.85	435.47

Baseado em questionários respondido pelas empresas. Não há informação sobre as características da amostra.

Fonte: ABRASCA.

As taxas de listagem em bolsa no Brasil são comparativamente caras. Por exemplo, na NASDAQ, a anuidade é baseada no número de ações no mercado. No entanto, a anuidade máxima é US\$ 50 mil (fonte: site da NASDAQ, www.nasdaq.com). No Brasil não há teto para anuidade, que é estabelecida por faixas de capital social (conforme resolução CMN 2044/94 e CNBV 01/97). Por exemplo: uma empresa com capital de R\$ 400 milhões paga US\$ 35 mil. No entanto, esta anuidade para algumas empresas atingem valores tais como R\$ 1 milhão (anuidade da Eletrobrás em 2000).¹⁵ Pelo nosso conhecimento, não existem estudos disponíveis sobre o comportamento do underpricing durante os anos 90 (em parte devido ao número reduzido de IPOs). A Tabela 21 contém dados sobre underpricing em 30 países (os períodos em consideração variam de país para país).¹⁶ Observamos que o Brasil apresenta o terceiro maior underpricing entre os 30 países considerados (o período considerado para o Brasil foi de 1979 a 1990). O retorno inicial para um investidor em uma oferta inicial (IPO) era de 78%. Isto significa que as empresas que abriram o capital entre 1979 e 1990 no Brasil em média vendiam suas ações com um desconto de 44%.¹⁷

¹⁵ Recentemente, as normas com respeito a fixação de anuidades foi alterada, introduzindo a livre negociação entre empresas e bolsas.

¹⁶ Embora haja diferença entre períodos e tamanho de amostra considerados para os diversos países, os a grande variação nos valores médios de underpricing são bastante ilustrativos das diferenças nos custos de abertura de capital entre os diversos países.

¹⁷ Os 44% foram obtidos através da seguinte fórmula: $(1 - 1/1.78)$.

Tabela 21
Média de Retornos Iniciais (Underpricing) para 30 Países

País	Tamanho da amostra	Período	Média do retorno inicial (%)
China	226	1990-96	388.0
Malásia	132	1980-91	80.3
Brasil	62	1979-90	78.5
Coréia	347	1980-90	78.1
Tailândia	32	1988-89	58.1
Portugal	62	1986-87	54.4
Grécia	79	1987-91	48.5
Taiwan	168	1971-90	45.0
Suíça	42	1983-89	35.8
Índia	98	1992-93	35.3
Espanha	71	1985-90	35.0
Suécia	251	1980-94	34.1
México	37	1987-90	33.0
Japão	472	1970-91	32.5
Cingapura	128	1973-92	31.4
Nova Zelândia	149	1979-91	28.8
Itália	75	1985-91	27.1
Chile	19	1982-90	16.3
Hong Kong	334	1980-96	15.9
Estados Unidos	13.308	1960-96	15.8
Reino Unido	2.133	1959-90	12.0
Austrália	266	1976-89	11.9
Alemanha	170	1978-92	10.9
Bélgica	28	1984-90	10.1
Finlândia	85	1984-92	9.6
Holanda	72	1982-91	7.2
Áustria	67	1964-96	6.5
Canadá	258	1971-92	5.4
Israel	28	1993-94	4.5
França	187	1983-92	4.2

Fonte: Loughran&Ritter&Rydqvist (1994)

Nesta seção apresentamos alguns dados que apontam para que 1) os benefícios da abertura de capital são restritos a um número pequeno de empresas e 2) muito embora a limitação de disponibilidade de dados não permita uma comparação rigorosa entre os custos de manutenção do capital aberto entre o Brasil e demais países, as informações disponíveis indicam que estes custos são expressivos e superiores ao necessário (por exemplo: despesas de publicação).

5. Fraca Governança Corporativa – uma Possível Causa da Concentração

Evidências recentes apontam que a configuração e importância que os mercados de capitais assumem nos diversos países dependem fundamentalmente da qualidade da governança corporativa existente, i.e., da proteção dada aos investidores. La Porta et al. (1997), (1998) e (1999) mostram que países que oferecem maior proteção aos minoritários apresentam 1) mercados acionários relativamente maiores; 2) menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas; 3) maior número de companhias abertas (normalizado pelo tamanho da população); 4) maior número de IPOs (normalizado pelo tamanho da população). Adicionalmente, 5) as empresas captam mais recursos através do mercado acionário; e 6) a avaliação de mercado das empresas, medido através da relação entre valor patrimonial e valor de mercado, é comparativamente maior.

Gleaser, Johnson e Shleifer (2000) comparam as experiências da Polônia e República Checa nos anos 90: ambos países apresentam características semelhantes no início dos anos 90, até mesmo sistemas judiciários pouco eficientes. Na Polônia, a criação de uma comissão de valores imobiliários independente e com fortes poderes para garantir o respeito às leis (nos moldes da SEC) está associada a um rápido desenvolvimento do mercado acionário. Diferentemente, na República Checa, poucas garantias a investidores são acompanhadas de um mercado acionário moribundo. Somando a isto, Johnson (2000) discute a experiência do Neuer Markt alemão, onde a criação de um mercado acionário seletivo, com fortes regras de governança corporativa, *disclosure*, e *enforcement* provocou um movimento acelerado de abertura de capital.

A proteção dada a acionistas minoritários e credores se compõe de três elementos: conjunto de regras/leis (governança corporativa), disponibilização de um fluxo contínuo de informações relevantes que permitam aos minoritários e credores avaliar se seus direitos estão sendo observados (*disclosure*), e potencial que os agentes têm para fazer com que seus direitos legais sejam de fato observados (*enforcement*). A seguir apresentamos alguns dados comparando a proteção a investidores no Brasil com a de outros países.

La Porta e al. (1998) criaram um índice de proteção a acionista minoritários baseado nos direitos a voto dos acionistas. Este índice soma um ponto cada vez que um dos 5 critérios a seguir são obedecidos: 1) base legal para que acionistas votem em assembleias através de procurações; 2) direito a representação proporcional no conselho de administração; 3) direito a redimir ações pelo valor patrimonial quando certas decisões fundamentais (fusão, mudança de estatutos, etc.) são tomadas (direitos de minorias oprimidas); 4) direito aos acionistas de subscrever novas emissões proporcionalmente ao capital detido; 5) porcentagem do capital necessário para convocar uma assembleia extraordinária (soma-se um ponto quando este percentual é menor que 10%). Portanto, este índice é um número inteiro entre zero e 5. A Tabela 22 mostra este índice para 49 países. O Brasil obtém 3 pontos. África do Sul, Canadá, Chile, Estados Unidos, Hong Kong, Índia, Paquistão, e Reino Unido obtêm 5 pontos. Devemos mencionar que o índice em questão é arbitrário, no sentido de que se atém apenas a alguns aspectos dos direitos dos acionistas (outros índices baseados em outros critérios poderiam ser criados), mas, apesar disto, fornece uma indicação que a proteção a acionistas no Brasil pode ser melhorada.

Tabela 22
Direitos dos Acionistas no Mundo

País	Procuração pelo Correio	Ações não são bloqueadas antes das assembleias	Representação proporcional	Minoria Oprimida	Direitos à subscrever novas emissões	Capital para convocar assembleia extraordinária (%)	Índice de direitos anti-controladores
África do Sul	1	1	0	1	1	.05	5
Canadá	1	1	1	1	0	.05	5
Chile	0	1	1	1	1	.10	5
Estados Unidos	1	1	1	1	0	.10	5
Hong Kong	1	1	0	1	1	.10	5
Índia	0	1	1	1	1	.10	5
Paquistão	0	1	1	1	1	.10	5
Reino Unido	1	1	0	1	1	.10	5
Argentina	0	0	1	1	1	.05	4
Austrália	1	1	0	1	0	.05	4
Cingapura	0	1	0	1	1	.10	4
Espanha	0	0	1	1	1	.05	4
Irlanda	0	1	0	1	1	.10	4
Japão	0	1	1	1	0	.03	4

País	Procuração pelo Correo	Ações não são bloqueadas antes das assembleias	Representação proporcional	Minoria Oprimida	Direitos à subscrever novas emissões	Capital para convocar assembleia extraordinária (%)	Índice de direitos anti-controladores
Malásia	0	1	0	1	1	.10	4
Noruega	1	1	0	0	1	.10	4
Nova Zelândia	1	1	0	1	0	.05	4
Brasil	0	1	0	1	0	.05	3
Colômbia	0	1	1	0	1	.25	3
Filipinas	0	1	1	1	0	aberto	3
Finlândia	0	1	0	0	1	.10	3
Israel	0	1	0	1	0	.10	3
Nigéria	0	1	0	1	0	.10	3
Peru	0	1	1	0	1	.20	3
Portugal	0	1	0	0	1	.05	3
Quênia	0	1	0	1	0	.10	3
Sri Lanka	0	1	0	1	0	.10	3
Suécia	0	1	0	0	1	.10	3
Taiwan	0	0	1	1	0	.03	3
Zimbabuê	0	1	0	1	0	.05	3
Áustria	0	0	0	0	1	.05	2
Coréia do Sul	0	0	0	1	0	.05	2
Dinamarca	0	1	0	0	0	.10	2
Egito	0	1	0	0	0	.10	2
Equador	0	1	0	0	1	.25	2
Grécia	0	0	0	0	1	.05	2
Holanda	0	0	0	0	1	.10	2
Indonésia	0	1	0	0	0	.10	2
Suíça	0	0	0	0	1	.10	2
Tailândia	0	1	1	0	0	.20	2
Turquia	0	1	0	0	0	.10	2
Uruguai	0	0	0	1	1	.20	2
Alemanha	0	0	0	0	0	.05	1
Itália	0	0	0	0	1	.20	1
Jordânia	0	1	0	0	0	.25	1
México	0	0	0	0	1	.33	1
Venezuela	0	1	0	0	0	.20	1
Bélgica	0	0	0	0	0	.20	0

Fonte: La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer (1998)

La Porta et al (1998) também desenvolveram um índice de proteção aos credores. Este índice é baseado em 4 critérios: 1) restrições a que a firma detenha ativos dados como garantias de empréstimos em caso de concordata; 2) quando em caso de falência as dívidas com ativos dados em garantia têm senioridade sobre os demais interesses; 3) existência de restrição para entrar em concordata (tal como permissão dos credores); e 4) quando um interventor indicado por um tribunal é responsável pela administração da firma em concordata. Também neste critério (reportado na Tabela 23) o Brasil apresenta uma fraca performance, somando apenas um ponto (32 países apresentam performance superior).

Tabela 23
Direitos dos Credores no Mundo

País	Cerceamento do direito à firma reter ativos quando em concordatas	Senioridade dos Credores segurados em caso de falência	Restrições para entrar em concordata	Interventor em caso de concordata	Índice de direitos dos Credores
Cingapura	1	1	1	1	4
Egito	1	1	1	1	4
Equador	1	1	1	1	4
Hong Kong	1	1	1	1	4
Índia	1	1	1	1	4
Indonésia	1	1	1	1	4
Israel	1	1	1	1	4
Malásia	1	1	1	1	4
Nigéria	1	1	1	1	4
Paquistão	1	1	1	1	4
Quênia	1	1	1	1	4
Reino Unido	1	1	1	1	4
Zimbábue	1	1	1	1	4
África do Sul	0	1	1	1	3
Alemanha	1	1	1	0	3
Áustria	1	1	1	0	3
Coréia do Sul	1	1	0	1	3
Dinamarca	1	1	1	0	3
Nova Zelândia	1	0	1	1	3
Sri Lanka	1	0	1	1	3
Tailândia	1	1	0	1	3
Bélgica	1	1	0	0	2
Chile	0	1	1	0	2
Espanha	1	1	0	0	2
Holanda	0	1	1	0	2
Itália	0	1	1	0	2
Japão	0	1	0	1	2
Noruega	0	1	1	0	2
Suécia	0	1	1	0	2
Taiwan	1	1	0	0	2
Turquia	0	1	1	0	2
Uruguai	0	1	0	1	2
Argentina	0	1	0	0	1
Austrália	0	1	0	0	1
Brasil	0	0	1	0	1
Canadá	0	1	0	0	1
Estados Unidos	0	1	0	0	1
Finlândia	0	1	0	0	1
Grécia	0	0	0	1	1
Irlanda	0	1	0	0	1
Portugal	0	1	0	0	1
Suíça	0	1	0	0	1
Colômbia	0	0	0	0	0
Filipinas	0	0	0	0	0
Colômbia	0	0	0	0	0
Filipinas	0	0	0	0	0
França	0	0	0	0	0
México	0	0	0	0	0
Peru	0	0	0	0	0

Fonte: La Porta & Lopez-de-Silanes & Shleifer (1998)

A proteção a minoritários e credores depende fortemente da qualidade das informações disponíveis (*disclosure*). A Tabela 24 contém o índice de qualidade dos padrões contábeis produzido pelo *Center for International Financial Analysis & Research* que servem como medida de *disclosure*. Este índice se baseia na omissão ou inclusão nos demonstrativos financeiros e relatórios de 90 itens (o ano em que o índice se baseia é 1990). A maior nota é obtida pela Suécia (83 pontos) seguida por Reino Unido (78), Singapura (78), Finlândia (77), Malásia (76), Austrália (75). O Brasil obtém 54 pontos, ficando a frente apenas de Chile (52), Turquia (51), Colômbia (50), Argentina (45), Venezuela (40), Peru (38), Portugal (36), Uruguai (31), e Egito (24). Estes dados mostram que a qualidade dos padrões contábeis adotados no Brasil é bastante baixa.

Tabela 24
Padrões Contábeis no Mundo*(nota máxima: 90 pontos)

País	Nota	País	Nota
Suécia	83	Alemanha	62
Reino Unido	78	Coréia	62
Singapura	78	Dinamarca	62
Finlândia	77	Itália	62
Malásia	76	Bélgica	61
Austrália	75	México	60
Canadá	74	Nigéria	59
Noruega	74	Índia	57
Estados Unidos	71	Grécia	55
África do Sul	70	Áustria	54
Nova Zelândia	70	Brasil	54
França	69	Chile	52
Hong Kong	69	Turquia	51
Suiça	68	Colômbia	50
Filipinas	65	Argentina	45
Formosa	65	Venezuela	40
Japão	65	Peru	38
Espanha	64	Portugal	36
Holanda	64	Uruguai	31
Israel	64	Egito	24
Tailândia	64		

Com respeito à qualidade do *enforcement*, consideramos dois indicadores. O primeiro é a avaliação da eficiência e integridade do sistema judiciário, particularmente com respeito a empresas estrangeiras feita pela *Business International Corporation*. Este índice, reportado no Tabela 25, assume valores entre 0 e 10 e representa a média entre 1980 e 1983. O Brasil obtém 5.75, nota superior apenas às obtidas por Portugal (5.5), Paquistão (5), Filipinas (4.75), Turquia (4), Tailândia (3.25), e Indonésia (2.5). O segundo indicador é a avaliação da corrupção no governo produzido pelo *International Country Risk Guide* (Tabela 26). Tal índice também assume valores entre 0 e 10 e baseia-se nas médias dos meses de abril e outubro entre 1982 e 1995. O Brasil obtém a nota 6.35 contra uma mediana de 7.27. Estes índices confirmam a percepção de que a possibilidade de que os indivíduos no Brasil possam recorrer ao judiciário ou ao governo para fazer com que seus direitos sejam respeitados é restrita.

As evidências acima indicam um baixo nível de proteção efetiva da qual gozam investidores no Brasil. Portanto, a melhoria proteção a investidores pode ser uma política para a promoção do mercado de capitais.

Tabela 25
Eficiência do Sistema Judiciário no Mundo*(Escala: 0 a 10)

País	Nota	País	Nota
Austrália	10,00	Colômbia	7,25
Dinamarca	10,00	Nigéria	7,25
Estados Unidos	10,00	Grécia	7,00
Finlândia	10,00	Sri Lanka	7,00
Holanda	10,00	Formosa	6,75
Hong Kong	10,00	Itália	6,75
Israel	10,00	Peru	6,75
Japão	10,00	Egito	6,50
Noruega	10,00	Uruguai	6,50
Nova Zelândia	10,00	Venezuela	6,50
Reino Unido	10,00	Equador	6,25
Singapura	10,00	Espanha	6,25
Suécia	10,00	África do Sul	6,00
Suíça	10,00	Argentina	6,00
Áustria	9,50	Coréia	6,00
Bélgica	9,50	México	6,00
Canadá	9,25	Brasil	5,75
Alemanha	9,00	Quênia	5,75
Malásia	9,00	Portugal	5,50
Irlanda	8,75	Paquistão	5,00
Jordânia	8,66	Filipinas	4,75
França	8,00	Turquia	4,00
Índia	8,00	Tailândia	3,25
Zimbabue	7,50	Indonésia	2,50
Chile	7,25		

Tabela 26
Corrupção no Mundo*(Escala: 0 a 10)

País	Nota	País	Nota
Canadá	10,00	Formosa	6,85
Dinamarca	10,00	Brasil	6,32
Finlândia	10,00	Itália	6,13
Holanda	10,00	Argentina	6,02
Noruega	10,00	Jordânia	5,48
Nova Zelândia	10,00	Zimbabue	5,42
Suécia	10,00	Chile	5,30
Suíça	10,00	Coréia	5,30
Reino Unido	9,10	Equador	5,18
França	9,05	Tailândia	5,18
Alemanha	8,93	Turquia	5,18
África do Sul	8,92	Colômbia	5,00
Bélgica	8,82	Sri Lanka	5,00
Estados Unidos	8,63	Uruguai	5,00
Áustria	8,57	Quênia	4,82
Austrália	8,52	México	4,77
Hong Kong	8,52	Peru	4,70
Irlanda	8,52	Venezuela	4,70
Japão	8,52	Índia	4,58
Israel	8,33	Egito	3,87
Singapura	8,22	Nigéria	3,03
Espanha	7,38	Paquistão	2,98
Malásia	7,38	Filipinas	2,92
Portugal	7,38	Indonésia	2,15
Grécia	7,27		

6. Conclusão

O mercado de capitais brasileiro, em especial o mercado acionário, passou por uma fase de aparente florescimento nos anos 90. Neste período observamos grande aumento da capitalização bursátil, volume transacionado e emissões primárias. Este crescimento é fortemente influenciado pela entrada expressiva de capitais estrangeiros.

No entanto, ao final da década, a queda do volume transacionado e emissões primárias mostra que o florescimento mencionado era um tanto ilusório (não sustentável), pois paradoxalmente o número de empresas abertas já vinha se reduzindo desde o início da década. Entre os desestímulos à abertura de capital listamos 1) os altos custos de abertura e os custos de manutenção que oneram as companhias abertas; e 2) a alta concentração de mercado, que indica que apenas parcela pequena das empresas se beneficiaram do período de expansão. Partes dos custos referidos são inevitáveis, mas alguns poderiam ser reduzidos (por exemplo, eliminando a necessidade de publicar balanços no Diário Oficial). Quanto à concentração dos benefícios, alguns elementos indicam o baixo nível de proteção do qual gozam acionistas minoritários e credores no Brasil é uma possível explicação.

ANEXO 2

GOVERNANÇA EMPRESARIAL

Governança empresarial se refere às maneiras pelas quais os fornecedores de capital de uma empresa (investidores) protegem os seus interesses, garantindo assim algum retorno para seus investimentos. Como, sob certo ângulo, após a cessão de fundos, os investidores (acionistas minoritários e credores) são desnecessários para o funcionamento de uma empresa, os administradores das empresas (acionistas controladores ou administradores profissionais) podem manipular os resultados da empresa de modo a reduzir a remuneração devida aos investidores (expropriação).

A expropriação pode ocorrer de várias formas: 1) venda de ativos da empresa a baixo do valor de mercado para uma outra empresa de propriedade do controlador; 2) emprego de familiares não qualificados; 3) implementação de projetos ineficientes, mas que atendem a interesses particulares dos administradores; 4) salários excessivamente altos para diretores; 5) contratos desvantajosos com empresas fornecedoras controladas pelos diretores; 6) simples roubo; etc. A expropriação desenfreada enfraquece severamente a capacidade do sistema financeiro na medida em que investidores potenciais passam a se recusar a financiar empresas, tornando difícil - ou até mesmo impossível - que empresários consigam financiar seus projetos, mesmo que estes sejam altamente lucrativos.

Governança empresarial constitui um conjunto de mecanismos que investidores não-controladores (acionistas minoritários e credores) têm à sua disposição para limitar a expropriação. A qualidade da governança empresarial depende de três elementos: 1) disponibilidade e publicação de informações relevantes (*disclosure*); 2) mecanismos e regras de conduta para a empresa; e 3) arranjos que garantam a observância das regras (*enforcement*).

Dentre os mecanismos de governança empresarial destacamos:

- conselho de administração - cuja atribuição é nomear, monitorar, ou até mesmo demitir diretores, definir estratégias de negócios, etc. Os membros do conselho de administração são eleitos pelos acionistas das empresas. Por princípio, nada garante que os conselheiros de fato protegerão os interesses dos investidores minoritários, principalmente caso sejam todos indicados pelos controladores (isto ocorre quando as ações dos minoritários não carregam direito de voto ou quando não há representação proporcional). Assim sendo, a eficácia do conselho de administração como mecanismo de governança depende da independência dos conselheiros em relação aos diretores;

- conselho fiscal – também nomeado pelos acionistas – cuja função é avaliar a gestão fiscal da empresa;

- monitoração exercida por grandes investidores não controladores – bancos de investimento, fundos de pensão, fundos de investimentos, etc. – que contrariamente a pequenos acionistas possuem maior incentivos e poderes para disciplinar os administradores das empresas;

- mercado para controle das empresas (*takeover hostil*) que permite a troca de controle da empresa em caso de performance insatisfatória e disciplina os gerentes a gerir a empresa de acordo com os interesses dos acionistas;

- uso de opção de ações como componente do pacote de remuneração dos executivos, atrelando a remuneração dos executivos aos ganhos propiciados aos acionistas.

Nenhum dos mecanismos acima é perfeito, assim sendo, a qualidade da governança depende de como que eles são desenhados.

Outro elemento essencial para garantir proteção a quaisquer direitos é o acesso à informações que permitam ao titular dos direitos saber quando estes estão sendo violados. Neste sentido o *disclosure* é um dos elementos essenciais para garantir boa governança. A qualidade do *disclosure* está em grande parte associada aos padrões contábeis utilizados. Disto provém a importância atribuída a auditores independentes. A participação de representantes de minoritários nos conselhos de administração e fiscal também tem papel fundamental em assegurar a boa qualidade do *disclosure*.

O último, mas não menos importante, elemento necessário à proteção de investidores minoritários é o *enforcement*, i.e., os mecanismos aos quais investidores minoritários podem recorrer quando seus direitos são violados. Várias instituições podem estar envolvidas nesta atividade: conselho de administração, órgãos reguladores, sejam privados ou públicos (bolsas de valores, comissão de valores mobiliários, etc.), sistema judiciário, etc. Os valores de resgate de uma empresa muitas vezes baixam expressivamente com o tempo. Assim sendo, a boa qualidade do *enforcement* depende não somente de que o julgamento de mérito seja justo, mas também da rapidez com a qual as causas são resolvidas. A necessidade de agilidade tem motivado grandemente o uso de tribunais arbitrais como alternativa à morosidade dos tribunais tradicionais.

A lei 6.404/76, que instituiu a lei das S.A. continha 2 deficiências básicas:

- permitia que a companhia emitisse até 2/3 de ações sem direito a voto;
- admitia que, como recompensa pela subtração do direito de voto, fosse assegurada prioridade de reembolso de capital. Entretanto, esta era uma falsa vantagem dado que ela só se materializaria no momento de dissolução da sociedade ou seja, quando, na maioria dos casos, a sociedade emissora dos títulos já se encontrasse em estado terminal.

A mini-reforma de 1996, elaborada às pressas, - tendo como objetivos específicos facilitar as privatizações e viabilizar a reestruturação do setor empresarial - além de não ter corrigido aqueles equívocos, contribuiu para agravar o quadro legal vigente.

Entre as diversas medidas implementadas em 1996, destacam-se a redução, e em algumas hipóteses a exclusão, do direito de recesso nas operações de reestruturação societária (fusão, cisão e incorporação de sociedades) e a revogação da oferta pública compulsória, dirigida aos acionistas minoritários, sempre que realizada operação de alienação do controle de companhia aberta.

Entretanto, a crescente globalização dos mercados e a reestruturação pela qual a economia brasileira vem passando, vêm trazendo para o nosso meio uma quantidade expressiva de experientes e exigentes investidores internacionais, que, somados ao processo de aprendizado e sofisticação de nossos investidores institucionais – que aprenderam, quando da aquisição de ações ofertadas à venda nos processos de privatização das empresas estatais, a atuar em defesa de seus direitos –, começamos a conviver com pleitos crescentes no sentido de se assegurar melhor e mais efetiva governança corporativa.

Diversas operações de reestruturação, recentemente ocorridas, foram alvo de severas críticas da mídia e de investidores, que procuraram se mobilizar com o objetivo de melhor defenderem seus interesses. Podemos citar como exemplos:

- transferência de débitos da acionista controladora, ou de empresas a ela vinculadas, para a sociedade controlada, de que participam acionistas de mercado (como se pretendia fazer na operação de incorporação, pela CPFL, de sua controladora, DOC 04 e como se fez nas operações de incorporação, pela ELEKTRO, de sua controladora e de ELEVADORES ATLAS pela SCHINDLER)

- incorporação da sociedade controladora pela sociedade controlada, para permitir a utilização do ágio pago quando da aquisição do controle, com vantagem fiscal, originando aumento do capital social da sociedade incorporadora e a conseqüente diluição da participação dos acionistas minoritários. Nessas operações foram debatidos os critérios utilizados para determinar a avaliação das empresas envolvidas e para estabelecer a relação de troca de ações (valor patrimonial, valor de mercado das ações e valor econômico), como se fez nas incorporações acima indicadas (da CPFL e da ELEKTRO) e nas incorporações de ELEVADORES ATLAS pela SCHINDLER, da controladora de TELESP CELULAR e da controladora de TELE CENTRO OESTE CELULAR ;

- a eliminação do direito de recesso nas operações de cisão de sociedades e nas operações de incorporação e de fusão em que há liquidez de mercado das ações (porque integram índice de bolsa de valores) ou dispersão acionária relevante;

- ofertas públicas apresentadas pelo acionista controlador para recompra das ações que se encontram em poder dos acionistas minoritários, originando o cancelamento branco do registro da companhia junto à CVM, como aconteceu com a BRASMOTOR, com a TELEFÔNICA e com as LOJAS R ENNER;

- critérios de fixação do preço ofertado aos acionistas de mercado para cancelamento do registro de companhia aberta, como está ocorrendo em relação à WHITE MARTINS.

A Comissão de Economia da Câmara dos Deputados acaba de aprovar o substitutivo elaborado pelo Deputado EMERSON KAPAZ ao projeto de lei n.º 3.115, de 1997, que engloba os projetos de lei de números 3.519/97 e 1.000/99.

Em seu Relatório, o Deputado EMERSON KAPAZ salienta que o principal objetivo da reforma em curso é no sentido de assegurar maior proteção aos acionistas minoritários, explicando que:

“um mercado acionário forte e verdadeiramente democratizado - alcançando toda sua potencialidade de alavancagem econômica – depende, é óbvio, de que os investidores, principalmente pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam defendidos seus interesses, não se permitindo a manipulação e o desrespeito a seus direitos por manobras e políticas estabelecidas unilateralmente pelos controladores, muitas vezes, inclusive, privilegiando interesses externos à própria sociedade. É crucial, nesse sentido, que cada vez menos investidores estejam dispostos a assumir riscos acionários, já que vem se perpetuando os episódios em que, por exemplo, sem poderem esboçar qualquer defesa, presenciam a sociedade declinar, mudar de objeto, aceitar placidamente fusões que implicam prejuízo patrimonial e operacional. Isto, sem contar as fórmulas diversas de “fechamento branco” de capital, sempre com o controlador – ou ex-controlador – saindo-se em situação confortável, para não dizer com enormes lucros, ficando o prejuízo para as partes minoritárias”.

Dentre os principais pontos tratados no substitutivo KAPAZ, que procuram reforçar os direitos dos acionistas minoritários, podemos ressaltar:

- para o cancelamento de registro de companhia aberta deve ser compulsória a apresentação de oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, tendo como preço mínimo o valor econômico da companhia;

- se remanescerem em circulação ações que representem menos de 5% do total das ações emitidas pela companhia aberta, a AGE pode deliberar o resgate dessas ações, desde que deposite em estabelecimento bancário, à disposição dos acionistas minoritários, o respectivo valor de resgate;

- acionista controlador que adquirir ações de emissão da companhia sob seu controle, que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie ou classe, à porcentagem que vier a ser definida pela CVM, que impeça a liquidez das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, tendo como preço mínimo o valor econômico da companhia;

- o número máximo de ações preferenciais, para as novas companhias abertas não pode ultrapassar 50% do total das ações emitidas;

- somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários as ações com as seguintes preferências ou vantagens:

- direito de participar do dividendo obrigatório correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, distribuído de acordo com o seguinte critério:

- prioridade no recebimento dos dividendos acima mencionados correspondentes a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor patrimonial da ação;

- direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com o item acima; ou

- direito a receber prioritariamente o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, garantindo-se, neste caso, dividendo, no mínimo, igual ao das ações ordinárias. Neste caso, a estas ações preferenciais será atribuído o direito de alienar a sua respectiva participação acionária nas mesmas condições previstas para as ações com direito a voto; ou

- a acumulação das vantagens acima enumeradas.
 - em caso de exercício de direito de recesso, o valor de reembolso das ações será estipulado com base, no mínimo, no valor econômico da companhia aberta, a ser apurado em avaliação;
 - estatuto da sociedade poderá estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionados através de arbitragem, pelo órgão que especificar;
 - poderá ser convocada assembléia geral para deliberar quanto à existência de conflito de interesses, e à respectiva solução, por acionistas que representem 10% (dez por cento), no mínimo, do capital social, observado o disposto no parágrafo único, alínea “c”, parte final, do art. 123;
 - a CVM poderá a seu exclusivo critério, a pedido de qualquer acionista, aumentar, até 60 dias a contar da data em que os documentos relativos às matérias a serem deliberadas forem colocados à disposição dos acionistas, o prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação da Assembléia Geral quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas;
 - fica restabelecido o direito de recesso nas operações de fusão ou incorporação, salvo quanto às ações de cada espécie ou classe que tenham liquidez e dispersão em mercado;
 - nas operações de cisão, haverá direito de recesso se dela resultar (i) mudança do objeto da companhia, (ii) redução do dividendo obrigatório ou (iii) participação em grupo de sociedade;
 - admite que os minoritários, titulares de ações ordinárias, venham a eleger um membro do Conselho de Administração, se eles detiverem no mínimo 15% do capital votante e o número de membros do Conselho for inferior a 7;
 - permite que os acionistas preferenciais, titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito, possam eleger em votação em separado 1 membro do Conselho de Administração, desde que representem no mínimo 10% do capital total da companhia;
 - estabelece que o conselho fiscal seja composto por 5 membros, dos quais o controlador elege 2, os minoritários, titulares de ações ordinárias, 1, os titulares de ações preferenciais, 1, sendo o quinto membro eleito pelos votos da maioria do capital social;
 - restabelece a oferta pública nas operações de alienação de controle de companhia aberta, que dependem de aprovação da CVM.
- O substitutivo KAPAZ procura resolver as deficiências legislativas que são inibidoras do desenvolvimento do mercado acionário, na medida em que:
- (a) reduz o limite de ações sem direito a voto que podem ser emitidas;
 - (b) torna efetiva a vantagem patrimonial assegurada em troca da supressão do direito de voto;
 - (c) regula de forma mais adequada o direito de recesso nas operações de reestruturação;
 - (d) restabelece a oferta compulsória decorrente da alienação do controle de companhia aberta.

Além disso, a proposição ora formulada avança na tentativa de aperfeiçoar as práticas de mercado, reforçando aspectos de governança corporativa.

Nessa linha, podemos ressaltar:

- (a) a fixação, como preço mínimo de oferta para cancelamento do registro de companhia aberta, do valor econômico da companhia;
- (b) a apresentação de oferta compulsória de aquisição das ações em circulação no mercado, quando o nível da liquidez ficar abaixo de limite móvel, a ser fixado pela CVM;
- (c) o reforço de direitos dos acionistas minoritários, inclusive os titulares de ações preferenciais, que ficam com a possibilidade de eleger 1 membro do Conselho de Administração e a maioria do Conselho Fiscal;
- (d) a atribuição de maiores poderes à CVM para interferir em situações de conflito de interesses e a possibilidade de eventuais disputas entre os acionistas, serem decididas de modo mais rápido, através de arbitragem.

ATENÇÃO

Este texto não é uma recomendação de investimento.

Para mais esclarecimentos, sugerimos a leitura de outros folhetos editados pela BOVESPA.

Procure sua corretora. Ela pode ajudá-lo a avaliar os riscos e benefícios potenciais das negociações com valores mobiliários.

Publicação da Bolsa de Valores de São Paulo. É expressamente proibida a reprodução de parte ou da totalidade de seu conteúdo, mediante qualquer forma ou meio, sem prévia e formal autorização, nos termos da Lei 5.988/73.

Impresso em julho/2000.



Rua XV de Novembro, 275
01013-001 São Paulo-SP
Tel.: (011) 233 2000 Fax: (011) 233 2099

www.bovespa.com.br
E.mail: bovespa@bovespa.com.br