ESTUDOS

PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

O Mercado de Capitais: Sua Importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se Defronta no Brasil

Elaborado por:
Tendências - Consultoria Integrada

Equipe Técnica
Mailson da Nobrega
Gustavo Loyola
Ernesto Moreira Guedes Filho
Denise de Pasqual

BOVESPA
Bolsa de Valores de São Paulo

Índice

Síntese e Conclusões	5
1. Introdução	12
2. Acumulação de capital e desenvolvimento econômico	14
3. O papel do mercado de capitais	20
4. Funções e benefícios do mercado de capitais	24
5. Panorama do mercado de capitais no Brasil	26
6. A tributação e seus efeitos sobre o mercado de capitais	29
7. Transparência, facilidade de acesso e outros requisitos para o mercado	33
8. Conclusões e sugestões para o desenvolvimento do mercado de capitais	42

Síntese e Conclusões

Pontos chave

O desenvolvimento econômico sustentável depende da expansão contínua da capacidade de produção. Esta expansão é função, por sua vez, de investimentos em capital e recursos humanos. O crescimento se acelera quando os investimentos se direcionam para as alternativas com maiores retornos econômicos e sociais.

O mercado de capitais permite o fluxo de capital de quem poupa para quem necessita de recursos para investimento produtivo e cria condições que incentivam a formação de poupança e a direciona para as melhores alternativas.

Ao contrário do que ocorre nos países bem sucedidos em seu processo de desenvolvimento, o mercado de capitais no Brasil é pouco expressivo. Mas tem um imenso potencial, que implicaria em significativo crescimento da oferta de recursos para o desenvolvimento nos próximos anos.

No entanto, o mercado de capitais brasileiro não se desenvolve e se arrisca a diminuir de tamanho frente a competição crescente dos mercados mundiais. A realização de seu potencial sofre imensos entraves que prejudicam os atributos básicos desse mercado: liquidez, transparência e facilidade de acesso.

A transparência hoje é prejudicada pela instabilidade das regras, pois as freqüentes mudanças prejudicam a previsibilidade e funcionamento do mercado. As restrições ao direito dos minoritários, a fragilidade material e institucional da CVM, a Justiça lenta e com múltiplas interpretações são exemplos desse problema.

A CPMF, criada para reduzir o déficit público, prejudica a liquidez e o acesso. Por representar um custo superior às margens de negociação, esse tributo tem incentivado a migração do mercado de capitais para bolsas estrangeiras.

Todos esses problemas são agravados, ou sua solução é dificultada, pela má imagem que o mercado de capitais tem entre os investidores potenciais, o público em geral e os empresários tomadores de recursos. A mentalidade predominante entre os empresários e o custo direto e indireto da abertura do capital também prejudicam esse mercado. Cria-se um círculo vicioso que reduz ainda mais a liquidez e dificulta o acesso.

Dada a essencialidade do mercado de capitais para aumentar o ritmo de crescimento de nossa economia e face aos problemas existentes, sugerem-se, entre outras, as seguintes ações:

- fortalecimento da transparência do mercado, com o aperfeiçoamento da estrutura regulatória, com o fortalecimento dos direitos dos sócios minoritários, a melhoria na estruturação e atuação da CVM e a criação de cortes judiciais especializadas;
- equalização de custos tributários entre o mercado de capitais brasileiro e seus competidores internacionais, incluindo o fim da CPMF (ou de quaisquer novos impostos que onerem a movimentação financeira) tão logo possível;
- reforma tributária e trabalhista que vise uma ampla equalização de encargos entre as empresas de capital aberto e fechado, reduzindo o custo do acesso e de transação, com conseqüente aumento da liquidez;
- desenvolvimento de campanha institucional visando tanto difundir os benefícios econômicos e sociais do mercado de capitais como uma evolução na mentalidade empresarial em prol de uma compreensão dessas vantagens.

A importância do mercado de capitais

O desenvolvimento econômico sustentável depende da expansão contínua da capacidade de produção. Esta expansão é função, por sua vez, de investimentos em capital e recursos humanos. Esses investimentos funcionam quando produzem dois efeitos: acumulação do capital produtivo e aumento da produtividade (do capital e da mão-de-obra). O crescimento se acelera quando os investimentos são direcionados para as melhores alternativas, isto é, aquelas que apresentam os maiores retornos econômicos e sociais.

Os investimentos e a forma como são realizados estão, portanto, na raiz do processo de desenvolvimento econômico e social. A poupança, que viabiliza os investimentos, é outro componente essencial do processo. E a eficiência na utilização da poupança é crucial, pois ela determina o custo do investimento. A melhor conjugação de todos esses fatores gera o círculo virtuoso do desenvolvimento, que permite à sociedade desfrutar de níveis crescentes de bem-estar e de redução da pobreza.

Todos os países desenvolvidos ou em acelerado processo de desenvolvimento ostentam elevadas taxas de poupança, alta eficiência na sua intermediação ou uma combinação dessas duas virtudes. O crescimento econômico está associado, assim, a elementos incentivadores da formação de poupança e de sua intermediação eficiente, que a torne acessível para quem quer investir.

Nas últimas décadas, vários países asiáticos saíram de uma situação de pobreza e miséria e se tornaram nações industrializadas. Esses países se destacaram por altíssimas taxas de poupança. Os mais bem sucedidos, como Coréia do Sul e Cingapura, apresentaram taxas inacreditáveis, de 35% e 46% do PIB, respectivamente. Nos seus melhores momentos, o Brasil teve poupança doméstica pouco superior a 20% do PIB.

O desenvolvimento da Europa e particularmente dos Estados Unidos a partir do final do século passado foi impulsionado por uma continuada eficiência na intermediação de poupanças. Esse desenvolvimento dificilmente teria ocorrido sem um sofisticado mercado financeiro e de capitais. Um dos fatores que explicam o maior período de prosperidade da economia americana é a existência de um mercado de capitais com vigor e flexibilidade para financiar a nova economia.

Existem três caminhos para associar a poupança ao investimento. (1) o autofinanciamento, em que as empresas geram internamente seus próprios recursos; (2) o governo, quando financia certas atividades usando a arrecadação de tributos ou a imposição de mecanismos compulsórios de poupança; e (3) o financiamento via mercado financeiro e de capitais. O primeiro é o mais simples e primitivo; o segundo é limitado e sujeito a distorções; o terceiro é comprovadamente o mais eficiente.

Nenhum mercado de capitais – aqui entendido como abrangendo o mercado acionário e as operações com instrumentos de dívida – cresceu satisfatoriamente sem a institucionalização da poupança. O veículo desse processo são os investidores institucionais: os fundos de pensão, os fundos mútuos e as seguradoras. Esses investidores gerenciam massas consideráveis de recursos, que financiam a compra de ações e de papéis de dívida emitidos pelos indivíduos e pelas empresas.

Os investidores institucionais têm avançado na esteira das transformações sociais e do enriquecimento das famílias. Estas passam a ter maiores excedentes de consumo e a demandar alternativas confiáveis para aplicar suas poupanças, que garantam o longo prazo – incluindo a aposentadoria e a proteção do patrimônio contra certos eventos, proporcionem liquidez e ofereçam retornos razoáveis.

A função primordial dos mercados financeiros é aproximar os dois agentes do mercado: o poupador, que tem excesso de recursos mas não tem oportunidade de investi-los em atividades produtivas, e o tomador, que está na situação inversa. Desse modo, os mercados viabilizam o aproveitamento das oportunidades em toda a economia. Promovem, assim, um aumento geral da produtividade, da eficiência e do bem estar da sociedade.

O mercado de capitais e, especificamente, o mercado acionário, permite a diluição do risco de novos investimentos. Constitui um incentivo à inovação, uma das maiores fontes de desenvolvimento econômico. O mercado acionário promove a democratização e a socializa-

ção do capital. Pulveriza a propriedade das empresas entre pequenos poupadores, diretamente ou através de fundos mútuos e fundos de pensão.

O mercado de capitais proporciona aumento da eficiência. Quando uma empresa assume compromissos de longo prazo com terceiros, partilha seus riscos com um grande número de investidores. Obriga-se a fornecer informações detalhadas sobre seu desempenho. Os investidores acompanham a atividade da empresa, identificam falhas e premiam acertos. Não-raramente, oferecem idéias para melhorar o seu desempenho.

A empresa tende a procurar alternativas que proporcionem os melhores retornos para os seus acionistas. O objetivo passa a ser o melhor resultado econômico e não interesses específicos de seus controladores ou de facções. Essa função do mercado de capitais assume uma maior importância nos casos de sucessão ou de conflitos nas empresas familiares. Nas crises, a saída dos descontentes ser faz via mercado de capitais, evitando disputas que podem destruir a empresa.

À medida que o mercado de capitais se amplia e se sofistica, a função de identificar as melhores e piores empresas passa para os investidores institucionais, que dispõem de equipes técnicas com capacidade para obter e analisar informações e direcionar o capital para as melhores aplicações. Desenvolvem-se empresas e instituições especializadas em buscar dados, analisar, classificar riscos e manter o mercado informado.

Nos Estados Unidos, o mercado de capitais realiza plenamente essas funções e se tornou o centro do sistema financeiro. Há vinte anos, 70% da poupança financeira estava em depósitos a prazo e cadernetas de poupança. Hoje, essa mesma proporção é detida pelos investidores institucionais. A operação bancária clássica representa somente um quarto da oferta de crédito. O restante é suprido por uma miríade de instrumentos e instituições: ações, bônus, commercial papers, recebíveis securitizáveis e outros papéis.

O financiamento de segmentos importantes da economia americana depende dos mercados de capitais. Um bom exemplo é a agricultura, que se vale desses mercados para obter mais de 50% de suas necessidades de recursos. Outro exemplo é a construção civil. O mercado hipotecário, que financia a casa própria para milhões de indivíduos, movimenta recursos equivalentes a dois terços do PIB. Nos anos mais recentes, multiplicaram-se os mecanismos para abertura e aumento de capital das empresas. Os private equity funds e venture capitalists revolucionaram processos de criação, financiamento e gestão de empresas. O Vale do Silício é um dos grandes exemplos desse processo.

Outra característica atual do sistema financeiro é a globalização, que se ampliou a partir dos anos 80 com os avanços na tecnologia de informação. O desenvolvimento das telecomunicações e da informática possibilitou a execução rápida e segura de ordens de transferência de dinheiro e a gestão mais eficiente dos recursos. A liberalização e a modernização dos mercados propiciaram a estruturação de operações financeiras globais, o crescimento dos derivativos e uma explosão de produtos financeiros que reduziram custos, ampliaram fontes de financiamento e melhoraram a administração dos riscos.

O processo de maior integração do sistema financeiro mundial prossegue com a Internet. Estudos recentes indicam que a participação de operações do sistema financeiro realizadas por meio eletrônico tende a dobrar, para a maioria dos serviços, nos próximos dois anos. A queda dramática dos custos das transações e a eliminação da distância nas comunicações serão fatores determinantes no papel que a Internet terá no sistema.

Além de globalização, a desintermediação é outra faceta marcante do atual estágio do sistema financeiro. A desintermediação consiste na redução do número de participantes em cada transação. O empréstimo bancário clássico, em que um banco capta recursos no mercado e os empresta a seus clientes, perde importância. Os investidores compram diretamente as ações e os títulos de dívida das empresas.

A desintermediação reduz custos. Aumenta a rapidez e o número de operações, proporcionando maior liquidez. Eleva a quantidade de pessoas nos mercados, o que, em um processo auto-alimentado, aumenta o número de operações e a liquidez.

A globalização pode mudar radicalmente a forma com que se encaram os mercados. Mes-

mo que isso não ocorra tão rapidamente, os mercados nacionais competirão cada vez mais por recursos em um único mercado mundial. Nesse novo mundo, a falta de capacidade de competir não se resolve com o isolamento. Se adotado como resposta ou estratégia, implicará a não-atração de capitais externos.

O mercado de capitais no Brasil

O mercado brasileiro de ações e títulos de dívida tem significativo potencial de expansão. O crescimento da institucionalização da poupança e a tecnologia de informação abrem um imenso potencial para atração de novos investidores e redução dos custos de intermediação.

A participação dos ativos de renda variável no portfolio dos investidores ainda é pequena. A captação de recursos pelas empresas nesse mercado também é baixa. Em 1998, o valor total de ações transacionadas no mercado brasileiro era de US$ 336,1 bilhões, representando 43% do PIB. Nos Estados Unidos, no mesmo ano, esses valores eram, respectivamente, de US$ 15,197 trilhões e 200%. No Japão era de US$ 2,5 trilhões e 78%; na Alemanha de US$ 1,1 trilhão e 51%.

Se incluirmos os títulos de dívida emitidos por empresas, as proporções do mercado brasileiro são ainda menores. Em 1998, o montante desses títulos era de apenas US$ 20,1 bilhões no Brasil contra US$ 2,67 trilhões nos EUA e US$ 1,2 trilhão no Japão. Como proporção do PIB, temos 30,0% nos EUA, 36,5% no Japão e apenas 2,6% no Brasil.

Apesar disso, os sinais são animadores do lado da institucionalização da poupança. De uma participação pouco superior a 5% do PIB em 1985, o patrimônio dos investidores institucionais alcançou o equivalente a 33% do PIB em 1999.

Além da estabilidade econômica, vários fatores devem reforçar a tendência de crescimento do patrimônio desses investidores. A expansão da classe média no Brasil é um deles. Outro é o desenvolvimento da previdência privada, em grande parte decorrente da percepção da falência do regime previdenciário público. As novas tecnologias centradas na Internet também terão um papel importante, ao facilitar o acesso e reduzir os custos de transação.

Todos esses fatores implicam um enorme potencial de crescimento da oferta de recursos para investimentos através do mercado de capitais nos próximos anos. As possibilidades de financiamento dos investimentos e do desenvolvimento econômico que essa tendência oferece são excepcionais.

No entanto, mesmo num cenário mais favorável teremos problemas. O mercado acionário tem baixa liquidez: gira em média de R$ 400 a R$ 500 milhões por dia, comparado a US$ 60 bilhões nos EUA. O número de empresas presentes nas Bolsas é pequeno, assim como a participação dos investidores institucionais no mercado.

Há entraves ao aproveitamento desse potencial em prol do desenvolvimento do país. A tributação atual aumenta o custo de transação e reduz a liquidez, dois dos mais importantes fatores para o desenvolvimento do mercado. A crise fiscal e a Constituição de 1988 ampliaram o déficit público, exigindo o crescimento da carga carga tributária. Para piorar, isso aconteceu essencialmente via criação e ampliação de impostos distorcivos.

A mais grave dessas incidências tem sido a CPMF. Em um mercado onde os spreads de intermediação são muito baixos, a CPMF representa um diferencial de custos incontornável para o investidor. Os que podem migram para mercados onde a tributação tem alguma racionalidade. Hoje, o mercado de Nova Iorque já detém a maior parte das operações com os principais papéis do mercado acionário brasileiro.

Enquanto em Nova Iorque o custo para a negociação de um lote de 1.000 ADRs é de R$ 158,40, na Bovespa pode chegar a R$ 801,21. Uma transação com euro bonds brasileiros custa 0,10%. Aqui só a CPMF é de 0,38%.

Além de um sistema tributário não-distorcivo, o mercado de capitais necessita de três requisitos básicos: liquidez, transparência e facilidade de acesso. Por várias razões, esses requisitos nem sempre estão presentes de forma adequada no Brasil.

No item transparência, na época da inflação elevada era praticamente impossível obter-se dados confiáveis sobre as empresas. Entender os balanços demandava um exercício comple-

xo, envolvendo cálculos para se chegar a valores reais e comparações com critérios quase sempre variáveis. Com o Plano Real, essa restrição foi superada, proporcionando condições de funcionamento do mercado em todos os segmentos.

Transparência requer também estabilidade das regras. Elas não podem estar sujeitas a mudanças impostas pela política econômica no curto prazo ou subordinada a influências de outra natureza. Nesse aspecto, o mercado de capitais brasileiro é frágil. As mudanças ocorrem com freqüência e prejudicam sua previsibilidade e funcionamento.

Um exemplo de redução da transparência é dado pelas alterações na Lei das Sociedades Anônimas efetuadas em 1997. Foram as mais significativas desde a lei 6.404, de 1976. Como um dos principais objetivos era facilitar as privatizações, deu-se grande poder aos controladores, em detrimento dos minoritários. Reduzir os riscos dos minoritários é, assim, um avanço necessário. Aumentaria a transparência do mercado, reduziria o risco e incentivaria um maior número de investidores.

Outro campo são as restrições à movimentação de capitais, que tende a ganhar importância à medida que os mercados financeiros mundiais ficam cada vez mais integrados, especialmente com a expansão das transações via Internet. Felizmente, tem aumentado a liberdade de capitais no Brasil.

Alguns críticos argumentam que essa liberdade pode desestimular o desenvolvimento do mercado brasileiro, que apresenta condições menos competitivas quando comparado às de países desenvolvidos. A liberdade de movimentação se traduziria, nesse caso, em saída de capitais. Ocorre, porém, que a oferta de capitais no país é muito mais restrita do que naqueles países. A tendência é que o Brasil atraia capitais em volume muito maior do que exporte. Restrições de capitais significariam a perda de um importante elemento de poupança externa para o desenvolvimento do mercado e do próprio país.

Recentemente, causa preocupação o fechamento do capital de muitas empresas, algumas delas com participação importante nas Bolsas brasileiras. Outras, cujos papéis tinham grande liquidez, decidiram adquirir a maioria das ações, retirando-as do mercado. Em alguns casos, o fechamento decorreu da mudança de controle acionário, como no caso das empresas de telefonia. Também contribuiu o aumento das operações de fusões e aquisições, sobretudo daquelas efetuadas com capital externo, não dependente do mercado de capitais nacional

Esse fechamento diminui a oferta de papéis, o número de negócios e a liquidez do mercado. No contexto de intensa reestruturação da economia, seria normal o fechamento, que deveria ser, todavia, temporário. Seria normalmente compensado pela abertura de capital das empresas em função do próprio desenvolvimento econômico. Essa compensação não vem ocorrendo, todavia, e o principal motivo é sem dúvida o conjunto de entraves assinalados, que elevam excessivamente os custos da abertura do capital.

Ainda são elevadas as incertezas da economia brasileira, em sua quase totalidade decorrentes dos problemas estruturais do setor público. Os juros altos são sua principal conseqüência e refletem os correspondentes prêmios de risco. A rigor, essa restrição não pesa apenas sobre o mercado de capitais, mas é aqui onde são piores os seus efeitos, principalmente porque a aplicação de poupanças assume características de curto prazo, não sendo adequada para financiar investimentos. A oferta de recursos para o mercado de capitais também se reduz.

As elevadas taxas de juros inviabilizaram o desenvolvimento de muitos projetos no mercado de capitais. O melhor exemplo é o Sistema Financeiro Imobiliário. Desde 1997, dispomos do arcabouço jurídico para a securitização de hipotecas e até de uma empresa, a Cibrasec, formada por instituições financeiras brasileiras e estrangeiras. Apesar disso, os juros fazem com que o sistema funcione de forma muito limitada: o financiamento da compra de imóveis com essas taxas é simplesmente inviável.

O mercado de capitais, assim como todos os outros, tem sido afetado por incertezas jurídicas, tais como as quebras de contrato por ocasião dos planos de estabilização. O Judiciário também agrega incertezas. As leis adquirem múltiplas interpretações, aumentando a insegurança e o risco dos contratos.

No terreno da regulação, o principal órgão, a CVM, é ainda institucional e materialmente frágil. A CVM segue as regras da administração pública quanto à sua estrutura de pessoal, o que significa rigidez e salários baixos quando comparados aos do mercado financeiro. A instituição tende a perder quadros e tem dificuldades para substituí-los de forma adequada.

O mercado de capitais sofre ainda de preconceito na opinião pública, no meio político e no próprio governo. São freqüentes as considerações depreciativas sobre o mercado, equivocadamente percebido como um meio de proporcionar ganhos indevidos ou até mesmo um cassino. No dicionário Aurélio, uma das acepções do verbete especulador é a de um "indivíduo que age de má-fé, procurando tirar proveito de uma situação, de determinada coisa." Bolsista é identificado como "pessoa que habitualmente faz especulações na bolsa". Um dos sinônimos apontados para especular é "traficar". Essa conotação pejorativa não é, por exemplo, encontrada nos dicionários da língua inglesa.

O mercado muitas vezes é visto como um local onde predomina a informação privilegiada, o ganho fácil para poucos, o jogo pesado. A visão de um mercado organizado, servindo a interesse mútuos de poupadores e investidores é muito pouco disseminada. Poucos se dão conta do papel fundamental do mercado na vida das empresas, na garantia do futuro dos poupadores, no desenvolvimento econômico e na geração de bem-estar para a sociedade. A relação entre o mercado, a poupança e o desenvolvimento não faz parte do imaginário.

Essa imagem pode explicar muitos dos problemas enfrentados pelo mercado de capitais. Quando legisladores ou formadores de opinião defendem uma tributação sobre esse mercado, a perpetuação de um tributo nocivo como a CPMF ou restrições à movimentação de capitais, é essa a imagem que predomina.

Conclusões

O mercado de capitais, particularmente seu segmento acionário, tem tudo para se transformar em poderoso instrumento de desenvolvimento econômico e social do país. Setores que hoje vivem à míngua de recursos estáveis e de custos adequados – como a agricultura e a habitação – podem e devem ser impulsionados por um mercado de capitais amplo, vigoroso, acessível e competitivo.

O Brasil está dando passos fundamentais para a concretização desse novo ambiente. O principal deles é a evolução que se observa no setor privado, particularmente a crescente sofisticação das Bolsas e a fantástica evolução dos investidores institucionais, que aos poucos se preparam para reproduzir, no país, o papel fundamental que seus similares exercem nas economias desenvolvidas.

Vários estudos já identificaram as amarras que impedem o mercado de capitais de exercer seu relevante papel no desenvolvimento econômico e social do Brasil. A remoção delas não é tarefa fácil, pois muitas dependem de reformas complexas e até mesmo de mudanças culturais, como no Judiciário. Outras enfrentam o efeito de visões parciais da realidade, como na proposta de perpetuação da CPMF, em que se olha apenas o lado da arrecadação tributária.

Deve-se reconhecer, todavia, que estamos avançando. A conquista até aqui da estabilidade da moeda é uma das mais importantes fonte de transformação e tem favorecido o desenvolvimento do mercado de capitais, particularmente pelo lado da institucionalização da poupança. Infelizmente, algumas reformas têm sido lentas e seus efeitos distribuídos em longa transição, como é o caso da Previdência. O Poder Executivo eliminou muitas restrições no período pós-estabilização, mas muito resta a fazer.

Este estudo contém, ao final, uma lista dos principais pontos que merecem consideração do mercado, da opinião pública, do sistema político e do governo federal. Alguns são mera exortação, outros indicam desejos que levarão tempo para sua materialização e muitos representam sugestões válidas para dinamizar o mercado de capitais. Ainda que nem todos se concretizem, é preciso que se assuma crescentemente a consciência sobre a importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico e social do Brasil.

1. Introdução

Em qualquer país, a necessidade de crescimento econômico é um consenso. O crescimento proporciona mais empregos, mais renda, mais consumo, mais bem-estar e maior arrecadação. Assim como nas empresas, o crescimento se faz com aumento contínuo da capacidade de produção. Essa expansão, por sua vez, depende de novos investimentos que produzam dois efeitos: acumulação de capital produtivo e aumento de sua produtividade.

Crescer requer investimentos e, conseqüentemente, abstenção temporária de consumo. Crescer com eficiência, por outro lado, requer que esses investimentos sejam direcionados para as alternativas com maiores retornos, onde o capital pode ser mais rentável.

Portanto, para o crescimento econômico, são necessários mecanismos eficientes que incentivem a formação de poupança, possibilitem sua intermediação e a tornem acessível para quem quer investir. Existem três formas principais de fazer chegar a quem investe o dinheiro de quem poupa.

A mais simples e primitiva, e mais limitada, é o autofinanciamento, em que as empresas ou indivíduos investem apenas aquilo que eles mesmos poupam.

A segunda alternativa é através do governo, direcionando recursos da sociedade para os investimentos que julga mais adequados. Em geral, envolve algum mecanismo impositivo, seja na captação, seja na aplicação. Sendo decisões tomadas por governos, nem sempre esses recursos são direcionados para as alternativas mais produtivas. Os vencedores são escolhidos pela burocracia e não pelo mercado

A terceira é através dos mercados financeiro e de capitais. É a forma mais eficiente de captar poupança e direcioná-la para as atividades mais produtivas. Assume papel mais destacado à medida que as economias se tornam mais sofisticadas. O crescimento econômico esteve sempre ligado ao desenvolvimento dos mercados financeiros. Nas economias modernas, a atividade econômica está intimamente ligada à intermediação de recursos entre poupadores e investidores.

O desenvolvimento econômico também é acompanhado de maior institucionalização da poupança. As famílias passam a ter maiores excedentes de consumo e a demandar alternativas confiáveis para sua poupança, que garantam o longo prazo, proporcionem liquidez e ofereçam retornos razoáveis ao longo do tempo.

Juntos, esses fatores – oferta de poupança, demanda de recursos para investimento, intermediação financeira e institucionalização – têm levado à expansão do mercado de capitais, cujo crescimento está diretamente ligado ao desenvolvimento e à sofisticação da economia.

A globalização e as novas tecnologias de comunicação e informática, culminando com a Internet, estão ampliando as possibilidades do mercado de capitais. Facilita-se o acesso aos mercados, e reduz-se o custo da intermediação. Esses avanços podem dar ao Brasil uma oportunidade importante de competir globalmente pela atração de capitais. Porém, essa competição também tem riscos. Exige que se elimine ineficiências, que se busque sempre o melhor desempenho. Sem a devida preparação, correremos dois riscos: o de

não atrair recursos necessários no exterior, e o de perder capitais nacionais atraídos por oportunidades mais vantajosas em mercados mais eficientes.

Este documento analisa a importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico e conseqüente aumento do emprego, renda e arrecadação. Identifica também suas perspectivas e as restrições ao seu desenvolvimento no Brasil, bem como faz sugestões para seu aprimoramento.

O mercado de capitais será considerado aqui de forma ampla, indo além do mercado acionário para englobar todas as operações de compra e venda de papéis que representam compromissos de longo prazo. A rigor, toda transação financeira que não passe pela intermediação bancária clássica pode ser incluída nessa definição, estendendo-se da agricultura ao crédito imobiliário, da participação em empresas aos financiamentos de infra-estrutura.

2. Acumulação de capital e desenvolvimento econômico

2.1 Poupança, investimento e desenvolvimento

O papel fundamental da formação de poupança no crescimento econômico é indiscutível tanto no campo teórico como na evidência empírica. As nações mais desenvolvidas têm geralmente um passado de grandes esforços de geração de excedentes e acumulação de capital.

Nas últimas décadas, os exemplos mais notáveis vieram da Ásia. Vários países saíram de uma situação de pobreza e miséria e se tornaram nações industrializadas, mantendo ritmo de crescimento próximo de 10% ao ano e atingindo no período de uma geração níveis médios de renda superiores ao nosso.

Todos esses países se destacaram por altíssimas taxas de poupança e de investimento, como visto no quadro abaixo, muito superiores à média de cerca de 23% verificada no resto do mundo em 1965 e 1990. Os mais bem sucedidos, como Coréia do Sul e Cingapura, apresentaram as maiores taxas. Filipinas, com menores taxas de crescimento, foi também um dos países com menor poupança e investimento.

Poupança e investimento em países em desenvolvimento na Ásia: 1960-92 - em % do PIB

	Poupança interna bruta					Investimento interno bruto				
	1960	1970	1980	1985	1992	1960	1970	1980	1985	1992
Hong Kong	6%	25%	31%	27%	34%	18%	21%	36%	21%	31%
Coréia do Sul	1%	15%	23%	31%	35%	11%	25%	31%	30%	24%
Cingapura	-3%	21%	38%	42%	46%	11%	39%	45%	43%	40%
Taiwan	13%	26%	33%	31%	28%	20%	26%	34%	18%	24%
Indonésia	8%	11%	29%	26%	36%	8%	14%	21%	23%	35%
Malásia	27%	22%	31%	35%	30%	14%	21%	28%	34%	36%
Filipinas	16%	20%	25%	13%	15%	16%	20%	31%	16%	22%
Tailândia	14%	22%	21%	19%	34%	16%	26%	27%	23%	36%

Fontes: James, W; Meier, Gerald M.; Naya, Seiji. Asian Development – Economic Success and Policy Lessons e James C Abegglen, "Sea Change, Pacific Asia as the new world industrial center", Simon & Schuster Inc, New York, p. 9. (dados referentes a 1992).

Existe uma controvérsia no estudo sobre desenvolvimento econômico: a poupança causa o crescimento, ou é este que induz à poupança?[1]

Na verdade, pode-se identificar uma influência mútua. No caso dos países asiáticos acima citados, verifica-se "um círculo virtuoso indo do alto crescimento para uma poupança elevada e desta para um crescimento ainda maior.[2] " Em alguns casos, a poupança forçada explica a maior parte desse crescimento, como em Cingapura, onde uma parte substancial dos salários fica retida obrigatoriamente em fundos de pensão. No caso da Coréia do Sul, o impulso inicial foi dado por recursos estrangeiros, seguido de notável expansão da poupança interna. Nas Filipinas, a poupança permaneceu em níveis baixos, assim como o crescimento.

1 Vide a esse respeito Fábio Giambiagi e Ana Claúdia Duarte de Além, "Aumento do Investimento: o desafio de elevar a poupança privada no Brasil", BNDES, www.bndes.gov.br, dez. 97.

2 Conforme documento do Banco Mundial, citado em Giambiagi e Além, p. 10.

Essa relação entre poupança e investimento pode ser empiricamente calculada. Um estudo recente do Banco Mundial sobre a América Latina concluiu que "um ponto percentual de aumento na taxa de crescimento está associado a aproximadamente 0,25 ponto percentual de aumento na taxa de poupança doméstica[3] ".

Outro exemplo da importância do mercado financeiro é dado pela análise dos dados da economia americana. Ela vem crescendo a um média de 3% ao ano desde 1970. Nesse período, o valor de mercado das empresas de capital aberto passou de US$ 906 bilhões em 1970, para US$ 4,1 trilhões em 1990, US$ 10 trilhões em 1996 e US$ 15,2 trilhões em 1998. A captação total no mercado de capitais, incluindo hipotecas, títulos públicos e privados e empréstimos do longo prazo, passou de US$ 1,5 trilhões em 1970 para US$ 24,1 trilhões em 1998. Como proporção do PIB, os ativos financeiros quase dobraram nesse período.

2.2 Poupança, investimento e desenvolvimento: o caso brasileiro

Entre o final dos anos 60 e o início da década de 70, o Brasil investia em média 19,3% do PIB. O crescimento médio no período foi de 5,0% ao ano. Esse surto de desenvolvimento a partir de meados da década de 60 teve como uma de suas causas o aumento da poupança interna: em média, era de 19,0% do PIB, complementada ainda por um pequeno afluxo de poupança externa (0,3% do PIB). Note-se que em comparação com a média mundial – em 1965 e 1992 – de 23% de poupança em relação ao PIB, esses números não eram nada excepcionais.

Foram criados nesse período mecanismos institucionais de poupança forçada, com destaque para o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS. A estabilização de preços, associado à criação da correção monetária, eliminou o efeito corrosivo e a incerteza que a inflação causava, fortalecendo assim a poupança e permitindo o crédito de longo prazo. Mecanismos como o Sistema Financeiro da Habitação – SFH, por exemplo, juntaram essas duas pontas e permitiram o investimento e a compra de imóveis por uma nova parcela da população.

A própria inflação continuou atuando como um mecanismo de acumulação e geração de poupança pelo governo, pois o "imposto inflacionário" arrecadado possibilitava o financiamento de inúmeros programas e atividades governamentais. Era uma outra forma de poupança forçada, que em termos agregados talvez possa ter tido efeitos negativos sobre a poupança total. Afinal, a inflação transferia recursos para o governo, mas seu efeito quase sempre é o de desestimular a poupança privada

Esses mecanismos, no entanto, se esgotaram a partir dos anos 80. A inflação, realimentada pela correção monetária, tornou-se alta a ponto de inviabilizar o cálculo econômico de longo prazo e, assim, inibir a formação de poupança e os investimentos. O SFH entrou em colapso em função das incertezas produzidas pelas flutuações econômicas e pelas mudanças arbitrárias impostas em seus contratos. O desequilíbrio fiscal do governo, com gastos sem receita correspondente foi agravado pela Constituição de 1988. O déficit público cresceu, aumentando a necessidade de financiamento e por conseqüência os juros, a inflação e a incerteza, ou seja, aumentando os obstáculos à poupança e ao investimento. Finalmente, todos esses fatores, somados e realimentados por crises exógenas (as crises do petróleo em 1973 e 1979) e pela crise da dívida externa nos anos 80, afugentaram a poupança externa e reduziram ainda mais os investimentos.

O crescimento médio anual do Brasil caiu de 8,9% nos anos 70, para 2,4% nos anos 80 e para 1,8% nos anos 90. A manutenção dos investimentos em torno de 21% do PIB só foi possível graças ao aumento da poupança externa, decorrente da estabilização econômica. A taxa de poupança interna caiu para cerca de 18% do PIB nos últimos 5 anos (ver quadro abaixo).

Porém, a poupança externa encontra limites ditados pelo equilíbrio de longo prazo do balanço de pagamentos. As flutuações da conjuntura econômica também afetam esses ingressos de forma muito intensa. A poupança externa deve ser vista como complemento – indispensável, dada a escassez que existe no Brasil - da nacional, e não como sua substituta.

3 Id. P. 12.

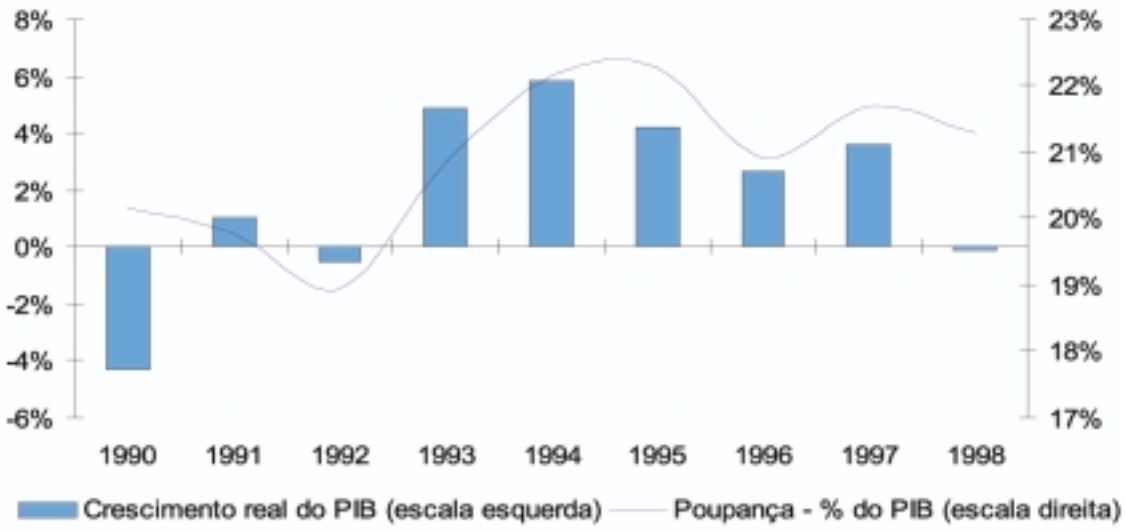
Composição da Poupança a Preços Correntes – 1960/98 (em % do PIB)

	Poupança Doméstica	Poupança Externa	Poupança Total
1961/65	16,8%	-1,9%	14,9%
1966/70	18,3%	-0,7%	17,6%
1971/75	19,1%	2,0%	21,2%
1976/80	18,9%	3,5%	22,4%
1981/85	17,9%	3,0%	20,8%
1986/90	22,6%	0,3%	22,9%
1991/94	20,6%	-0,2%	20,4%
1995	19,7%	2,5%	22,3%
1996	17,9%	3,0%	20,9%
1997	17,8%	3,9%	21,7%
1998	16,9%	4,3%	21,3%

Fontes: Banco Central e IBGE.

A correlação positiva entre poupança e crescimento econômico é evidenciada, para um período recente, na figura a seguir: os anos em que houve crescimento econômico coincidiram na maioria dos casos com períodos de aumento da poupança agregada em relação ao Produto Interno Bruto.

Poupança e Crescimento Econômico no Brasil



Fontes: Banco Central e IBGE

2.3 A formação de poupança no Brasil

Existem várias razões para o que Brasil não alcance níveis de poupança similares aos dos países asiáticos. A desigualdade de renda, o acúmulo de necessidades insatisfeitas de consumo das famílias de renda mais baixa, a elevada mobilidade social e a assimilação de novos padrões culturais e de consumo pelas novas classes médias são características da sociedade brasileira. A combinação desses fatores faz com que o brasileiro tenha uma baixa propensão a poupar. Além disso, a instabilidade e a insegurança econômicas, também históricas, desestimulam a poupança e reforçam a propensão a consumir.

Após o real, a queda da inflação, ao eliminar o imposto inflacionário – um mecanismo de transferência que retirava renda dos mais pobres – acentuou essas características. Como notam Fábio Giambiagi e Ana Cláudia Além[4], "no período 1994/97 observou-se uma tendência ao aumento da propensão a consumir da economia como um todo, o que, a longo prazo, poderá comprometer o potencial de crescimento da economia."

4 Fábio Giambiagi e Ana Claúdia Duarte de Além, Aumento do Investimento: o desafio de elevar a poupança privada no Brasil, BNDES, www.bndes.gov.br/publicacoes, dez. 97, p. 9.

Além dos fatores sociais, existem ainda restrições institucionais à formação de poupança. O mercado financeiro e de capitais apresenta distorções que prejudicam seu funcionamento ideal. O governo passou de gerador de poupança pública a consumidor de poupança privada. O Sistema Financeiro da Habitação entrou em colapso e ainda não encontrou substitutos adequados para o financiamento da construção civil e aquisição de imóveis. A previdência privada, importantíssima no processo de formação de poupança nas economias avançadas e também nas emergentes, encontra-se ainda incipiente, aguardando uma reforma profunda de todo o sistema previdenciário.

Por outro lado, o sistema financeiro – cuja intermediação é fundamental no processo de captação e aplicação de poupança – oferece um grande potencial no Brasil. É mais avançado e encontra-se em situação melhor do que o da maioria dos países em desenvolvimento. Um bom exemplo é a comparação com os países asiáticos: na Coréia do Sul, os grandes grupos empresariais (Chaebol) têm participação também no setor bancário, o que gera conflitos de interesse; na China o sistema é estatal. Mesmo no Japão, segunda economia do mundo, o sistema financeiro está em situação longe do que pode ser considerado saudável. Finalmente, a escassez relativa de capital também torna o país atraente para o capital estrangeiro, pois a remuneração aqui oferecida tende a ser mais elevada do que nas economias desenvolvidas. São fatores que podem estimular e atrair poupança.

Portanto, é fundamental a criação e o incentivo a mecanismos formais de poupança doméstica – que se baseiem no funcionamento livre dos mercados – para impulsionar o desenvolvimento e diminuir a dependência do capital externo. No passado o governo lançou mão de mecanismos oficiais e compulsórios de poupança. Esse tipo de recurso esgotou-se e a tendência é que o Estado se limite apenas a regular mecanismos voluntários de acumulação de capitais[5].

2.4 Setor público, poupança e investimento no Brasil

O setor público merece uma análise à parte nas considerações sobre poupança, investimento e juros no Brasil. Como vimos, a poupança forçada e as transferências de renda causadas pela inflação alimentaram expressivamente a formação de poupança no passado. De outro lado, o próprio governo investia ou determinava também de modo significativo quais investimentos deveriam ser realizados.

Durante os anos 70, a taxa média de poupança do governo havia alcançado 5,9% do PIB, com o máximo de 7,04% em 1974. Representava um terço da poupança doméstica. Entre 1981 e 1985, esse número tornou-se negativo em -2,2% do PIB. Houve uma pequena recuperação a seguir, com a poupança governamental atingindo 3,3% do PIB no período 1986-90 e 1,8% entre 1991-95. Em 1996 voltou a ser negativa em 1% do PIB.

A queda na poupança e investimentos públicos também desestimulava o investimento privado, pois aumentava as incertezas, resultava em juros mais elevados em função da maior demanda de recursos pelo governo e produzia cortes em investimentos públicos (notadamente em infra-estrutura) complementares ao investimento privado. Além disso, esses fatores reduziam a presença do capital estrangeiro, que nos períodos de crescimento sempre teve importante papel na complementação da poupança nacional.

A queda da poupança do governo resultou da crise fiscal iniciada no final dos anos 70 e agravada pela Constituição de 1988. O desequilíbrio fiscal do setor público tornou-se crônico e crescente, configurando uma situação que pode ser considerada como estrutural.

No final dos anos 70 e início da década de 80, a crise fiscal decorreu da manutenção das políticas de investimentos e gastos do governo inconsistentes com suas receitas no longo prazo. Além disso, a qualidade desses investimentos sofreu significativa deterioração, com conseqüente redução nos retornos. Na segunda metade dessa década, a redemocratização conduziu às decisões políticas de fazer o chamado "resgate da dívida social". A nova Constitui-

5 Esse tipo de atuação é coerente com a mudança do paradigma do Estado brasileiro, principalmente após o Plano Real, passando de um Estado empreendedor para uma posição mais regulatória. Todo o processo de privatização que se está observando indica essa direção.

ção, promulgada em 1988, criou e ampliou benefícios. Descentralizou e vinculou a maior parte da receitas. Com isso, aumentos de arrecadação transformam-se automaticamente, em sua maior parte, em gastos. O resultado, como observam Rigolon e Giambiagi, foi "um aumento considerável das despesas de pessoal e previdenciárias em todos os níveis governamentais – governos central, estaduais e municipais e empresas estatais. Até 1993, essa tendência não se traduziu em um crescimento explosivo da dívida interna – que crescia acompanhando o influxo de capitais externos e a devolução dos ativos financeiros bloqueados em 1990 – porque o governo podia usar a inflação elevada para reduzir o valor real de suas despesas, ao passo que as receitas eram indexadas"[6].

Com o fim da inflação, essas determinações constitucionais traduziram-se em déficits crescentes que somente podem ser eliminados com profundas reformas, que estão em curso, no texto constitucional. O caráter estrutural dessas restrições se revela na dificuldade política de aprovação das reformas, indicativo de que parte da sociedade brasileira ainda defende um modelo de Estado intervencionista e paternalista e não entende ou aceita as limitações desse modelo e o esgotamento dos recursos que permitiam esse tipo de atuação.

Como resultado, o Estado passou a contribuir direta ou indiretamente para a queda na poupança agregada. Diretamente, com déficits. Indiretamente, porque esses déficits continuados produzem aumento da dívida pública e induzem desconfiança quanto à capacidade de pagamento do setor público. O resultado são juros mais elevados e maior incerteza macroeconômica, o que desincentiva a poupança e o investimento.

2.5 A produtividade do capital no Brasil

Uma das razões apontadas para a crise das economias asiáticas em 1997 foi a ineficiência do sistema financeiro. Havia interesses que uniam bancos a grandes conglomerados empresariais, gerando um "relacionamento incestuoso" que acabou produzindo decisões de investimento equivocadas, em projetos sem retorno adequado. O sistema financeiro proporcionava capital não em função da rentabilidade do projeto, mas sim por razões de política interna dos grandes grupos. A má aplicação de recursos por fim comprometeu o próprio sistema financeiro e toda a economia.

A poupança e o investimento no Japão, por exemplo, permanecem em níveis elevados. Eram superiores a 30% do PIB em 1992. Porém, o crescimento econômico é baixo. Por outro lado, os Estados Unidos não se destacam nos períodos recentes por elevados níveis de poupança ou investimento. No entanto, sua economia se mantém em crescimento atribuído na maioria das análises ao excepcional aumento da produtividade.

No Brasil, o governo foi no passado o principal captador de poupança, o principal investidor e também o maior responsável pelo seu direcionamento para o setor privado. Os investimentos realizados em sua maioria obedeciam a diretrizes governamentais, seja diretamente, seja indiretamente pela proteção e incentivo a determinadas indústrias e empresas.

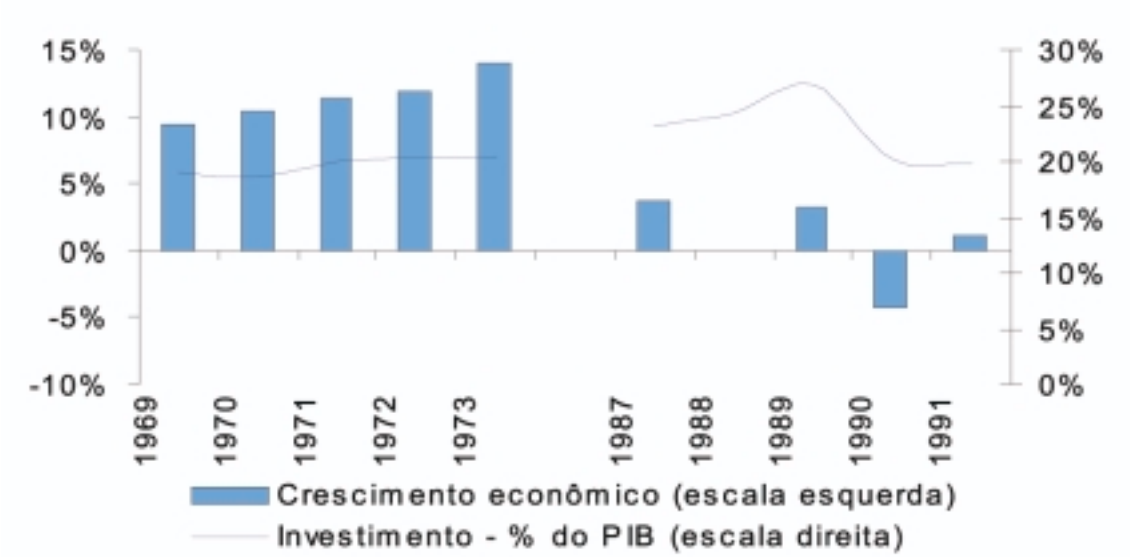
Nos anos 60, os resultados e a produtividade desses investimentos podem ser considerados satisfatórios. Para uma poupança pouco superior a média mundial, os níveis de crescimento econômico foram excelentes, similares aos verificados nas décadas seguintes nos países asiáticos, com níveis de poupança e investimento muito maiores. Porém, não foram sustentáveis. Progressivamente, e sobretudo a partir de meados dos anos 70, esse processo resultou em investimentos não rentáveis e em uma perda generalizada da eficiência do capital com reflexos na competitividade de toda a economia.

O tema é bastante polêmico, pois a avaliação dos investimentos realizados envolve na maioria das vezes decisões governamentais, muitas delas atendendo a interesses ainda presentes na sociedade. No entanto, foram muitos os exemplos. No setor privado, a economia fechada e protegida também acarretou ineficiências, sendo a mais notável a reserva de mercado em informática. A proteção à indústria nacional que tentou sem grande êxito se estabelecer nesse setor fez propagar-se o atraso e ineficiência por toda a economia.

6 Francisco José Zagari Rigolon e Fábio Giambiagi, A Economia Brasileira: Panorama Geral, BNDES, Jun/1999, p.9.

A figura abaixo mostra o total de investimentos como proporção do PIB e as taxas de crescimento econômico para dois períodos: 1969-1973 e 1987-1991. Como se pode ver, no final da década de 80 a taxa de investimento como proporção do PIB era significativamente mais alta que no início da década de 70 (19,6% contra 22,9%). No entanto, o resultado em termos de crescimento foi medíocre, sugerindo que houve de fato, uma perda de eficiência dos investimentos ao longo do tempo na economia brasileira.

Investimento e Crescimento Econômico do Brasil – Anos Selecionados



Fontes: Banco Central e IBGE.

O principal a ser destacado nesses exemplos, tanto nacionais como internacionais, é a baixa produtividade do capital causada por investimentos que não foram orientados por uma avaliação racional do mercado e dos retornos, mas sim por decisões do Estado, influências ideológicas, políticas, de grupos empresariais ou pessoais.

No caso de um país com grave escassez de capital e de poupança, a menor produtividade do capital, desperdiçando um fator escasso, resultou em menor crescimento e elevado custo social. A existência de mecanismos institucionais que conduzissem as decisões de investimento através do mercado teria sido uma alternativa social e economicamente mais adequada.

3. O papel do mercado de capitais

3.1 O mercado de capitais nos países desenvolvidos

Nos países desenvolvidos, o ato de poupar é bastante disseminado entre a população, seja diretamente ou por intermédio de fundos mútuos de investimento. Existem inúmeras oportunidades de investimentos, instituições e formas de poupança.

O mercado de capitais se desenvolveu nos EUA a partir do século XIX. Atualmente, tornou-se o centro do sistema financeiro americano. Há vinte anos, 70% da poupança financeira estava em depósitos a prazo e cadernetas de poupança. Hoje, essa mesma proporção é detida pelos fundos mútuos, pelo mercado acionário e outras instituições do mercado de capitais. Por isso, a operação bancária clássica representa somente cerca de um quarto da oferta de crédito. O restante é suprido por uma miríade de instrumentos e instituições: ações, bônus, commercial papers, recebíveis securitizáveis e outros papéis colocados e negociados pelos departamentos de mercado de capitais dos bancos tradicionais, pelos bancos de investimento, pelas corretoras e por demais participantes do mercado.

O mercado de ações, mesmo perdendo em volume para o mercado de crédito, é o mercado com maior repercussão nos Estados Unidos. "As flutuações nos preços das ações afetam a riqueza das pessoas e sua disposição em efetuar gastos... Constituem também importante fator nas decisões empresariais em investir, pois os preços das ações afetam o volume de recursos que podem ser obtidos com a emissão e venda de novas ações para financiar os gastos em investimentos"[7].

Em 1996, o volume total de ações nos Estados Unidos equivalia a 10 trilhões de dólares, maior do que qualquer outro ativo financeiro no mercado americano. Em 1998 esse montante era estimado em 15,1 trilhões de dólares. O volume total de recursos captados no mercado americano e sua evolução até 1996, por tipo de instrumento financeiro utilizado, é mostrado na tabela abaixo.

Captação no mercado de capitais dos EUA por tipo de instrumento - US$ bilhões

Tipo de instrumento	1970	1980	1990	1996	1998
Hipotecas residenciais	355	1.106	2.886	4.221	nd
Ações de empresas - valor de mercado	906	1.601	4.146	10.090	15.197
Títulos Privados (NP e debêntures)	167	366	1.008	1.399	2.666
Títulos Federais	160	407	1.653	2.667	3.356
Títulos Municipais e Estaduais	146	310	870	1.087	1.464
Empréstimos do Sistema Financeiro Total	152	459	818	789	1.449
Total Geral	1.531	3.143	8.495	16.032	24.132

Fontes: Frederic S. Mishkin e Stanley G. Eakins, Financial Markets Institutions, p. 21; The Bond Market Association; Bloomberg.

7 Frederic S. Mishkin e Stanley G. Eakins, Financial Markets Institutions, p. 6.

A magnitude desses números se reflete para a população em geral. Nos Estados Unidos, 50% do volume total de ações está nas mãos de indivíduos e o restante é mantido por fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguro[8]. Os instrumentos de poupança disponíveis para toda a população, especialmente os fundos de pensão, investem no mercado de ações e em títulos de longo prazo, ou seja, a maioria da população tem recursos direta ou indiretamente aplicados nesse mercado.

O financiamento de segmentos importantes da economia americana depende dos mercados de capitais. Um dos melhores exemplos é a agricultura, que teve um sistema de financiamento criado pelo governo em 1916 para atender à demanda dos agricultores por crédito, especialmente de longo prazo, não satisfeita pelo sistema bancário. Inicialmente, o governo aportou fundos no sistema, capitalizando os bancos criados para essa função. No entanto, além do capital inicial, o Farm Credit System pôde recorrer ao mercado de capitais americano, já suficientemente desenvolvido na época, para captar recursos através do lançamento de títulos. Esses títulos negociados no mercado são hoje a principal fonte de recursos desse sistema. Posteriormente, o próprio desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais nos EUA reduziu a importância do sistema oficial, que em 1997 respondia por apenas 25% (US$ 61 bilhões) do total do crédito ao setor[9] .

O financiamento da construção civil nos EUA também é impulsionado pelo mercado de capitais. O mercado hipotecário constitui uma categoria à parte desse mercado, envolvendo recursos aplicados no longo prazo e cujos tomadores em geral são pessoas físicas, com uma garantia constituída por um imóvel. Várias características foram dadas a esse mercado para permitir a liquidez dos títulos e a captação de poupança. Inicialmente, procurava-se a venda direta de hipotecas em um mercado secundário. No final dos anos 60, foi criado um título que tinha como contrapartida um grande número de hipotecas. A securitização desses papéis teve função importante no desenvolvimento do mercado financeiro, uma vez que o mercado hipotecário tornou-se nacional, imune portanto à oscilações regionais e permitindo aos tomadores acesso mais fácil e democrático a recursos. As taxas praticadas tenderam assim a seguir as do restante do mercado de capitais.[10]

Nos EUA, além disso, multiplicaram-se os mecanismos para abertura e aumento de capital das empresas. Surgiram os private equity funds e as operações de venture capital que revolucionaram processos de criação, financiamento e gestão de empresas. O Vale do Silício é um dos grandes exemplos desse processo.

3.2 O mercado mundial de ações e títulos

A globalização está internacionalizando os mercados de capitais. Cresceu a importância de mercados do mundo inteiro (em alguns momentos, o volume de transações no mercado acionário dos EUA foi inferior ao do Japão). As crises asiática em 1997 e russa em 1998 mostraram que fatos ocorridos em economias periféricas repercutem quase instantaneamente no mundo inteiro, afetando as demais economias.

Os fluxos internacionais de capitais tornaram-se significativos mesmo para a economia americana. Conforme Mishkin e Eakins, os investidores estrangeiros, em especial os japone-

8 Id. P. 22.

9 Note-se que o Brasil procurou copiar o sistema americano de crédito agrícola. Porém, a inexistência aqui de um mercado de capitais desenvolvido fez com que sua fonte de recursos fosse um arranjo institucional bastante primitivo, em que o governo, mediante mecanismos altamente inflacionários como a "conta de movimento" do Banco do Brasil, que permitia a esse banco sacar de forma ilimitada recursos do Tesouro tendo como contrapartida um expansão ilimitada da dívida pública. Com o agravamento da crise fiscal, em meados dos anos 80, esse sistema se tornara definitivamente insustentável. Entre 1986 e 1988, foram adotadas várias medidas institucionais que significaram, na prática, o fim do sistema e a falência do crédito agrícola oficial no Brasil.

10 O Brasil possui, desde novembro de 1997, o arcabouço jurídico para o desenvolvimento da securitização de hipotecas. O Sistema Financeiro Imobiliário é formado pela Cibrasec, empresa securitizadora composta por instituições financeiras brasileiras e estrangeiras. No entanto, as elevadas taxas de juros predominantes na economia brasileira desde então inviabilizaram o desenvolvimento desse mercado.

ses, não apenas proveram fundos para as empresas nos EUA mas também ajudaram a financiar significativa parcela do déficit do governo federal[11], permitindo à economia americana um crescimento mais acelerado nos anos 80 e 90.

Além dos investimentos diretos nas economias emergentes, outra forma de negociação tem se desenvolvido, permitindo que papéis de empresas estrangeiras sejam negociados indiretamente nas bolsas americanas. Para isso, intermediários – normalmente bancos – mantêm em custódia ações de empresas de outros países e emitem recibos que são negociados nas bolsas domésticas. Esses papéis são denominados Americam Depository Receipts – ADR. A negociação de ADR's nos EUA tem crescido a uma taxa média de 28% ao ano desde 1979.

A integração do mercado mundial de capitais significa que capitais do mundo inteiro podem, com baixo custo de transação e intermediação, buscar globalmente as melhores alternativas de investimento e os melhores retornos. Para um país onde o capital é escasso, essa integração gera grandes oportunidades, desde que sejam oferecidos retornos, condições e custos de transação similares aos de seus competidores no resto do mundo.

3.3 Perspectivas: globalização e desintermediação

As possibilidades de rápida migração do capital é um fator novo na economia mundial. Como notou Mário Henrique Simonsen[12] , "há um século, os indivíduos viajavam relativamente com mais facilidade do que os capitais. Isso porque as poupanças possuíam pouca mobilidade geográfica, sendo quase integralmente investidas nos locais onde eram geradas. Antes, quem mais rapidamente migrava eram os pobres do continente europeu. Hoje, os primeiros a migrar, se quiserem, são os capitais, ou pelo menos as poupanças".

Essa flexibilização e mundialização do sistema financeiro efetivou-se a partir dos anos 80 com a contribuição de vários fatores, com destaque para as novas tecnologias de comunicações e processamento de dados. Elas promoveram a aproximação dos aplicadores e tomadores de recursos independentemente das distâncias geográficas, eliminando as barreiras naturais à competição. Em termos práticos, as comunicações possibilitaram a execução em poucos minutos de ordens de transferência de dinheiro com a segurança necessária. O desenvolvimento dos sistemas de processamento de dados e das comunicações permitiram a gestão mais eficiente dos recursos.

Nesse período, houve um movimento de liberalização e modernização que resultou em reformas nos mercados financeiros e de capitais no mundo inteiro e no crescimento dos derivativos, das operações estruturadas, dos negócios em outros países e numa explosão de produtos financeiros.

Uma das conseqüências do processo foi a redução dos custos e a sofisticação da gestão dos fundos mútuos de investimentos, possibilitando a administração centralizada de recursos de milhares de aplicadores e sua rápida movimentação ao redor do mundo. Somas fantásticas tornaram-se disponíveis na busca das melhores alternativas de investimento e retorno.

O processo de maior integração e rompimento de barreiras do sistema financeiro mundial prossegue com a Internet. Alguns estudos[13] indicam que a participação de operações do sistema financeiro realizadas por meio eletrônico tende a dobrar, para a maioria dos serviços, até 2001. Os custos dessas transações são radicalmente mais baixos: transações pessoais em balcão custam US$ 1,95 cada; em caixas automáticos US$ 0,80; por telefone US$ 0,60; por meio da Internet US$ 0,30, por cartão de crédito na Internet US$ 0,20. E deverão cair para US$ 0,01 (um centavo de dólar americano) com os desenvolvimentos já delineados pela evolução tecnológica[14] .

11 Frederic S. Mishkin e Stanley G. Eakins, Financial Markets Institutions, p. 24.

12 Mário Henrique Simonsen, "Soberania não é Molecagem", Revista Exame, Edição Especial - O Melhor de Simonsen, abril/1997, p. 11.

13 Como os realizados pela Ernst & Young LLP em 1998.

14 Conforme estimativas da Frost & Sullivan Telecom newsletter, March 1998, in Patrick Young e Thomas Theys, Capital Market Revolution, Financial Times-Prentice Hall, Londres, 1999.

A Internet possibilita a eliminação da distância nas comunicações. Transações que envolvem apenas fluxo de dados, como movimentação de fundos e poupanças, podem ser feitas em qualquer lugar do mundo, sem diferença de custo.

Institucionalmente, ainda não existem mecanismos adequados para tratar essa revolução tecnológica. As barreiras nacionais, as regras e regulamentos impedem a plena liberdade de movimentos que a tecnologia passou a permitir. Investir em outro país, para o indivíduo, ainda é muito mais difícil do que localmente. Para instituições, a dificuldade é menor. Porém, é questão de tempo para que a regulamentação, pelo menos em boa parte do mundo, seja aperfeiçoada para contemplar essas novas possibilidades. E os mercados financeiros estarão entre os mais afetados.

Além de globalização, esses efeitos podem ser resumidos com mais uma palavra: desintermediação.

A desintermediação consiste na redução do número de intermediários em cada transação: pessoas que preparavam e encaminhavam documentos, que entravam em contato com os clientes, que disseminavam informações, que providenciavam transferências de recursos, que registravam as operações. Com sistemas eletrônicos realizando essas tarefas, as pessoas e empresas que eram responsáveis por elas serão progressivamente eliminadas.

A desintermediação causa redução de custos, maior rapidez e aumento no número de operações. Isso proporciona maior liquidez e traz maior quantidade de pessoas aos mercados, o que, em um processo auto-alimentado, aumenta o número de operações e a liquidez.

A globalização pode mudar radicalmente a forma com que se encaram os mercados. Mesmo que isso não ocorra tão rapidamente, os mercados nacionais competirão cada vez mais por recursos em um único mercado mundial.

Nesse novo mundo, a falta de capacidade de competir não se resolve com o isolamento. Se adotado como resposta ou estratégia, implicará a não-atração de capitais externos. Mas esse efeito não será totalmente simétrico: os capitais nacionais buscarão as melhores oportunidades no mercado global. Em toda a história econômica da humanidade, mercados paralelos se formaram rapidamente onde existiam restrições às forças do mercado livre. O isolamento de um país diminuirá a liquidez local, encolherá seu mercado, mas afetará de forma marginal a liquidez no resto do mundo.

Finalmente, uma das características que mais devem ser levadas em consideração nesses avanços tecnológicos é a redução do custo operacional de cada transação. Com isso, o número de transações tende a aumentar e os custos não estritamente operacionais – derivados de fatores institucionais ou tributários – tornam-se mais significativos, podendo ter participação mais elevada no custo total de cada operação.

4. Funções e benefícios do mercado de capitais

Em termos macroeconômicos, a contrapartida da poupança é o investimento. Ao contrário do consumo, o investimento implica o aumento do estoque físico de capital da economia: prédios, instalações, infra-estrutura, máquinas, desenvolvimento de softwares, métodos, organizações, tecnologias, etc.

A poupança é fundamental. É a origem do investimento. Para investir, é necessário que ocorra prévia ou simultaneamente uma poupança.

Nas economias modernas existe, na maioria dos casos, um caminho longo para que a poupança se transforme em investimento. O poupador e o investidor normalmente são pessoas distintas. O investimento implica recompensas, mas também riscos. Assim, a transformação da poupança em investimento implica a existência de um conjunto de instituições que permitam converter a decisão individual de poupar em recursos disponíveis para quem deseja investir.

A função primordial dos mercados financeiros é aproximar os dois agentes normalmente separados no mercado: de um lado o poupador, que tem excesso de recursos mas não tem oportunidade de investi-los em atividades produtivas, e de outro o tomador, que está na situação inversa. Ao permitir que recursos seja transferidos de pessoas que não têm oportunidades produtivas para investir para aquelas que as têm, esses mercados possibilitam um aproveitamento das oportunidades em toda a economia. Resultam assim em um aumento geral da produtividade, da eficiência e do bem estar da sociedade.

O mercado de capitais e, especificamente, o mercado acionário, permite a diluição do risco de novos investimentos. Constitui assim um incentivo à inovação econômica e à modernização que, por sua vez, proporcionam aumento da produtividade, maior retorno, maior crescimento, maior renda. Ao mesmo tempo, o mercado acionário promove uma democratização e socialização do capital. Permite a pulverização da participação na propriedade das empresas para os pequenos poupadores, seja diretamente, seja através de fundos mútuos ou, de maneira crescente nas economias mais modernas, através de fundos de previdência.

Além dos efeitos macroeconômicos na alocação de recursos, o mercado de capitais particularmente, possui uma peculiaridade: proporciona um aumento da eficiência microeconômica nas empresas.

Quando uma empresa assume compromissos de longo prazo com terceiros, seja na forma de emissão de títulos de dívidas ou da abertura de capital, ela passa a partilhar seus riscos com um grande número de investidores. Necessariamente, ela se obriga a fornecer informações mais detalhadas sobre seu desempenho ao mercado. Os investidores passam a esquadrinhar seus resultados, buscando identificar falhas e premiar acertos e, não raramente, oferecer idéias para melhorar o desempenho da empresa.

Em síntese, a gestão da empresa será premiada ou reprovada em função dos bons ou maus resultados. A empresa obriga-se a procurar alternativas que proporcionem os melhores retornos para os detentores de seu capital. Se isso não ocorre, o capital irá buscar outras alternativas, em outras empresas, com melhor retorno. O objetivo passa a ser o melhor resultado econômico e não interesses específicos de seus donos, de facções políticas ou de grupos específicos.

No caso de empresas familiares, essa função do mercado de capitais assume uma maior importância nos casos de sucessão ou de conflitos. O fato de ter seu capital aberto reduz o

efeito, sobre a empresa, de problemas internos derivados de desavenças pessoais ou familiares. Nas crises familiares, a saída dos descontentes ser faz via mercado de capitais. Se a empresas é fechada, não há liquidez para as ações. Todos podem brigar até destruir a empresa.

Quanto maior a participação de empresas de capital aberto na economia e quanto mais desenvolvido o mercado de capitais, maior será a quantidade de empresas buscando a maior eficiência possível para seu capital. Já as empresas ineficientes serão punidas, perdendo investidores e capital. Mesmo as empresas que não participem do mercado de capitais serão obrigadas a melhorar sua eficiência pelo efeito da concorrência das demais. A soma desses efeitos microeconômicos traduz-se em maior eficiência do capital em toda a economia.

Note-se que essa função de identificar as melhores e piores não é feita por simples investidores individuais. Com a institucionalização do mercado de capitais, os grandes compradores de títulos e ações são fundos de investimentos que atuam como intermediários e montam equipes técnicas capazes de obter informações e realizar análises sobre os negócios mais promissores e assim direcionar o capital para as melhores aplicações. Desenvolvem-se empresas e instituições especializadas em buscar dados, analisar e manter o mercado informado.

5. Panorama do mercado de capitais no Brasil

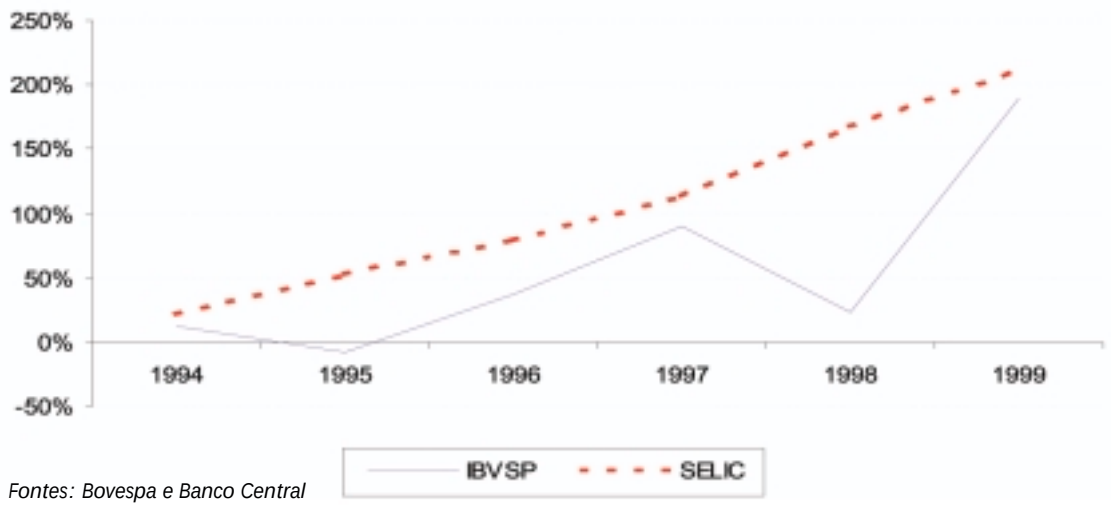
O mercado doméstico de ações e títulos de longo prazo apresenta potencial de crescimento significativo. A participação dos ativos de renda variável no portfolio dos investidores, especialmente os institucionais, ainda é restrita no Brasil. A captação de recursos pelas empresas nesses mercados também é baixa. Por outro lado, as novas tecnologias de comunicação e informática abrem um imenso potencial para atração de novos investidores e redução dos custos de intermediação.

Alguns poucos dados demonstram essas afirmações. Em 1998, o valor total de ações transacionadas no mercado brasileiro era de US$ 336,1 bilhões, representando 43% do PIB. Nos Estados Unidos, no mesmo ano, o market capitalization das empresas de capital aberto compreendia US$ 15,197 trilhões, o equivalente a quase duas vezes o PIB. No Japão esse valor era de US$ 2,478 bilhões e na Alemanha de US$ 1,086 bilhões, representando uma proporção do PIB desses países de respectivamente 78% e 51%.

Se incluirmos os títulos emitidos por empresas, as proporções do mercado brasileiro mostram-se ainda menores. Em 1998, o montante desses títulos era de US$ 2,67 trilhões nos EUA, US$ 1,16 trilhões no Japão (o que demonstra uma preferência por esse tipo de instrumento nesse país) e apenas US$ 20,1 bilhões no Brasil. Em relação ao PIB, temos 30,0% nos EUA, 36,5% no Japão e apenas 2,6% no Brasil.

Uma comparação entre o retorno do IBOVESPA e o retorno do CDI mostra como o mercado nacional pode ser desestimulante para o investidor. Embora se mostre bastante atrativo em alguns momentos, o histórico desde 1994 (gráfico abaixo) evidencia que as aplicações de menor risco e volatilidade paradoxalmente produziram os melhores resultados no longo prazo. Entre 1994 e 1999, os juros do mercado interbancário constituíram a melhor alternativa; a Bolsa de Valores somente mostrou desempenho superior em 1999 (104,5% de variação do Ibovespa, contra uma taxa Selic anualizada de 25,5%). É verdade que tratou-se de uma conjuntura com juros excepcionalmente elevados, mas mostra uma característica do mercado nacional.

Juros e Bolsa de Valores no Brasil: 1994-99
(valores acumulados desde 1994)

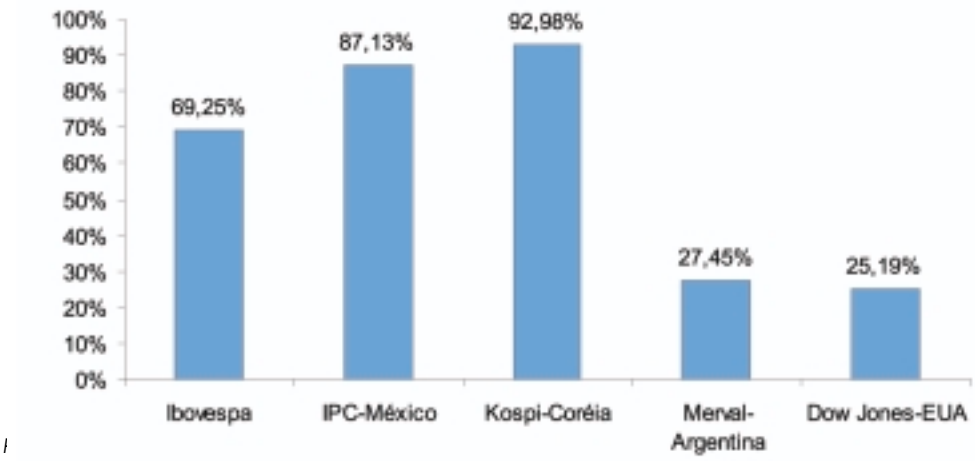


Fontes: Bovespa e Banco Central

A volatilidade das aplicações em bolsa é evidente na figura acima, destacando-se os resulta-

dos excepcionalmente bons em 1999. Porém, nesse ano as bolsas do México e Coréia do Sul, que são economias emergentes com as quais competimos por capital, tiveram desempenho superior, como mostra a próxima figura.

Variação acumulada em 99 (em US$)



O mercado de capitais brasileiro tem também evidenciado uma institucionalização crescente, com aumento da presença dos fundos. De uma participação quase insignificante em 1980, o patrimônio dos investidores institucionais representou 33,27% do PIB em 1999, como se vê na tabela abaixo.

Brasil: Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento e Total de Ativos dos Fundos de Pensão (entidades fechadas)

	Fundos de investimento		Fundos de pensão	
	em US$ milhões	%PIB	em US$ milhões	%PIB
1980	886	0,37%	n.d.	n.d.
1985	3.768	1,79%	8.686	3,37%
1990	7.265	1,55%	12.120	2,58%
1991	12.720	3,14%	17.989	4,43%
1992	18.862	4,87%	23.026	5,95%
1993	24.007	5,59%	32.568	7,58%
1994	54.426	10,02%	55.081	10,14%
1995	67.489	9,57%	59.055	8,37%
1996	103.742	13,38%	68.982	8,90%
1997	107.487	13,41%	81.438	10,16%
1998	118.803	15,32%	77.162	9,95%
1999	118.895	21,94%	61.398	11,33%

Fonte: Anbid/Abrapp

Obs: PL dos fundos de investimento em 99 - estimativa Anbid

PIB em US$ em 99 - estimativa Tendências

Total de ativos dos Fundos de Pensão em 99 - posição em 11/99

Total de ativos dos Fundos de Pensão em 85 - posição em 86 (primeiro dado disponível)

Essas estatísticas tem algumas restrições. No caso dos fundos mútuos de investimentos, um aparte substancial dos recursos é constituída por simples depósitos de investidores de curto prazo. A elevação conjuntural dos juros no período 1994-99 explica nesse caso parte do crescimento do volume.

Os investidores institucionais normalmente assumem o compromisso de longo prazo com

seus investidores. São fundos de pensão e seguradoras. Os pagamentos que fazem podem ser previstos com razoável precisão, permitindo a esses fundos investimentos também de longo prazo, em que a liquidez pode ser menor do que a demandada nos mercados de moeda e crédito. Demandam assim títulos de longo prazo, tais como ações, debêntures, hipotecas imobiliárias e similares. São uma fonte básica de recursos para o mercado de capitais e, por outro lado, precisam desse mercado como contrapartida para suas aplicações.

Além da estabilidade econômica, vários fatores devem reforçar ainda mais a tendência de crescimento do patrimônio dos fundos. A expansão da classe média no Brasil é um deles. Outro é o desenvolvimento da previdência privada decorrente, principalmente, da falência do atual regime previdenciário gerido pelo setor público. As novas tecnologias centradas na Internet também terão um papel importante, ao facilitar o acesso e reduzir os custos de transação.

Todos esses fatores implicam um enorme potencial de crescimento da oferta de recursos para investimentos através do mercado de capitais nos próximos anos. As possibilidades de financiamento dos investimentos e do desenvolvimento econômico que essa tendência oferece são excepcionais.

No entanto, mesmo num cenário mais favorável teremos problemas. O mercado tem baixa liquidez: gira em média de R$ 400 a R$ 500 milhões por dia, comparado ao giro diário de US$ 60 bilhões nos EUA. O número de empresas presentes nas Bolsas é pequeno, assim como a participação dos investidores institucionais nesse mercado.

Há ainda entraves ao aproveitamento desse potencial para o desenvolvimento do mercado de capitais. O custo elevado de transação, a falta de transparência nas operações, as distorções tributárias, as dificuldades de acesso e mesmo o desconhecimento do que é esse mercado e o que ele representa são os principais. Seus efeitos serão descritos e examinados com maior detalhe nas seções seguintes.

Finalmente, devemos lembrar que o desenvolvimento do mercado de capitais também é um complemento essencial para que a oferta se amplie. O crescimento dos fundos de previdência privada precisa ocorrer paralelamente à ampliação de oportunidades de investimentos em papéis de longo prazo. Igualmente, a facilidade de acesso ao mercado que pode ser proporcionada pela Internet só se transformará em poupança e investimento se existir mercados com volume e liquidez.

6. A tributação e seus efeitos sobre o mercado de capitais

A tributação sobre o mercado de capitais tem como efeito básico o aumento do custo de transação e a redução da liquidez. Como a tecnologia proporciona custos cada vez menores, hoje uma das principais características do mercado de capitais é a busca por eficiência alocativa via aumento do número de transações. Os mercados secundários são os que mais se desenvolvem, permitindo maior número de participantes e maior liquidez. A tributação inadequada caminha na direção oposta a esse movimento e reduz a liquidez geral do mercado, a participação e consequentemente o acesso.

6.1 As causas das distorções tributárias

Entre as distorções provocadas direta ou indiretamente pela crise fiscal, destaca-se a deterioração do sistema tributário. Entre 1994 e 1999, as receitas da União, administradas pela Secretaria da Receita Federal, cresceram 35,12% em termos reais[15]. Muitas vezes superior ao crescimento do PIB, esse número evidencia o aumento da carga tributária ocorrido na economia brasileira nesse período.

O crescimento da carga tributária tem ocorrido principalmente pela criação de impostos distorcivos sobre o ponto de vista de alocação de recursos. O Brasil criou, em 1965, um sistema tributário moderno, orientado por conceitos de eficiência e eqüidade. De lá para cá, as pioras foram acontecendo por distintas razões. No período militar, o PIS/PASEP, em cascata, surgiu como um dos chamados "projetos de impacto" do governo Médici e foi a primeira séria distorção gerada no sistema. No período Figueiredo, a idéia de melhorar a "imagem social" do governo deu origem à Contribuição para o Fundo de Investimento Social, Finsocial, hoje COFINS. O projeto, de iniciativa da Casa Civil, foi aprovado contra a opinião de todas as áreas técnicas do Ministério da Fazenda. A alíquota inicial do PIS era de 0,15% sobre o faturamento e foi crescendo até chegar a 0,50% em 1974, quando se criou um adicional de 0,125% a vigorar a partir de 1975 e depois de 0,25% de 1976, a ser cobrado de 1976 em diante. Barrado pelos tribunais, o adicional deu lugar a uma alíquota única maior, de 0,65%. No último pacote fiscal, o governo mudou a base de cálculo, que passou a ser a receita bruta. A COFINS foi instituída com uma alíquota de 0,5% sobre o faturamento e hoje é de 3% sobre a receita bruta.

Em 1988, premido pelas novas obrigações nas áreas da Saúde e da Previdência, derivadas da nova Constituição, o governo criou a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, uma forma disfarçada de Imposto de Renda que tinha a vantagem de não ser partilhada com Estados e municípios ou vinculada a gastos com educação. Juntos, esses itens levam mais de 56% da arrecadação do IR. Ainda em 1988, os constituintes modificaram o ICMS, o qual se tornou um tributo péssimo, caracterizado por 27 regimes diferentes e uma multiplicidade incrível de alíquotas.

Em junho de 1999, a CPMF, após pequena interrupção voltou a vigorar. A volta foi marcada por um sinistro sinal: alíquota maior do que sua antecessora, isto é, 0,38% em lugar de 0,20%. Como o PIS e a COFINS, é um tributo incidente em cascata.

15 Conforme, o secretário da Receita Federal, Everardo Maciel, em entrevista coletiva de divulgação da arrecadação do mês de dezembro concedida em 14/01/2000. Esse número inclui algumas receitas extraordinárias e não deve ser considerado como permanente. Mas sua magnitude é mais do que suficiente para demonstrar o aumento havido na carga tributária.

Fragelli e Koyama, em estudo do Banco Central sobre juros na economia brasileira, resumem o efeito dos impostos no mercado financeiro e as distorções que cria no processo de investimento: "Do ponto de vista econômico, a incidência de impostos sobre as operações de captação de recursos e concessão de empréstimos constitui uma distorção introduzida pelo governo sobre a livre formação de um preço, a taxa de juros. Por representar um ônus para o tomador, mas não um bônus para o poupador, a tributação desestimula tanto o investimento quanto a poupança. Trata-se, portanto, de um entrave à boa alocação inter-temporal de recursos na economia, com conseqüências de longo prazo sobre crescimento econômico"[16].

Essas considerações se originaram em um estudo sobre juros, predominantemente cobrados por bancos sobre empréstimos de curto prazo. Mas abrangem integralmente o mercado de capitais, pois os referidos encargos incidem sobre a captação de recursos e sua movimentação nesses mercados e de forma mais perniciosa, pois as tendem a ser menores, fazendo com que os tributos tenham proporcionalmente maior impacto.

6.2 A tributação pela CPMF

O sistema de tributos de um país deve ser orientado por princípios de eficiência econômica, simplicidade, flexibilidade, legitimidade e justiça. Dele dependem o financiamento apropriado das políticas públicas, a competitividade das empresas e o funcionamento adequado do sistema financeiro. É preciso evitar que propostas eficazes quanto à arrecadação e justificáveis sob o prisma da eqüidade contenham incentivos perversos à alocação dos recursos e ao investimento ou inibam os ganhos de produtividade. Do mesmo modo, é imperioso considerar a perda de importância da intermediação financeira clássica, em que um banco capta recursos e os empresta cobrando um spread.

A Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF viola praticamente todos esses princípios. Seus efeitos sobre o sistema financeiro e o mercado de capitais podem ser sumarizados da seguinte maneira:

1) trata-se uma incidência sem foco, diferentemente do que mandam comezinhas técnicas de tributação. Como incide sobre as transações financeiras, tributa a renda, o consumo, a propriedade e a riqueza;

2) é mais uma cunha fiscal nos juros, aumentando generalizadamente os custos da economia;

3) é um tributo que além de aumentar custos altera a lógica das transações ao incentivar a busca de caminhos para a fuga de sua incidência, incluindo a utilização mais freqüente do dinheiro em espécie e, o que é muito relevante para o mercado de capitais, operações em terceiros países;

4) a distorção provocada pelo imposto pode ser vista na mais simples transação ou naquela em que um indivíduo ou uma empresa procura a melhor aplicação alternativa de seus recursos. Quanto mais administra, mais paga CPMF;

5) contribui para exportar o mercado secundário de ações em direção a outras praças, principalmente para Nova Iorque. O problema aqui não é o de competitividade das Bolsas de Valores brasileiras nem de evolução dos pregões eletrônicos. O dano vem da alíquota da CPMF, muito maior do que os emolumentos cobrados em Wall Street para negócios com ações e outros papéis;

6) incentiva a fuga de capitais ao reduzir a competitividade dos administradores de recursos do país. Nos EUA e na Europa, já é possível ver fundos de investimento cobrando taxa de administração de 15 basis points (0,15%), o que deriva da tecnologia, da feroz competição e do elevado valor de suas carteiras. Pois bem, a CPMF é um custo de 38 basis points, mais do que o dobro dessa remuneração;

A estimativa dos custos adicionais existentes no Brasil é apresentada no quadro abaixo. Basicamente, enquanto em Nova York o custo para a negociação de um lote de 1.000 ADRs (equivalente a um milhão de ações da Telebrás) é de R$ 158,40, na Bovespa pode chegar a R$ 801,21.

16 Renato Fragelli Cardoso e Sérgio Mikio Koyama, A cunha fiscal sobre a intermediação financeira, in Juros e spread bancário no Brasil, Banco Central do Brasil, DEPEP, outubro/1999.

Custos de Negociação na Bovespa

		Custo máximo	Custo mínimo
Lote: 1.000.000 (um milhão) de recibos RCTB41			
Preço médio de 1.000.000 ações: R$ 157.100,00			
Emolumentos da Bovespa: 0,035% x R$ 157.100,00 = R$ 54,99			
Emolumentos da Bovespa: 0,025% x R$ 157.100,00 = R$ 39,28			
Média dos Emolumentos: 0,030% x R$ 157.100,00	(2)	R$ 47,13	R$ 47,13
Comissão de corretagem de 0,10% x R$ 157.100,00	(3)	R$ 157,10	
Comissão de corretagem de 0,05% x R$ 157.100,00	(4)		R$ 78,55
Subtotal (2 + 3 ou 2 + 4)	(5)	R$ 204,23	R$ 125,68
Percentual com relação à NYSE		+ 28,93%	-20,66%
CPMF (só na compra): 0,38% x R$ 157.100,00	(6)	R$ 596,98	R$ 596,98
Total de custos (5 + 6)		R$ 801,21	R$ 722,66
Percentual com relação a NYSE		**+405,81%**	**+356,22%**

Fonte: CVM/Bovespa

Em outro exemplo, no mercado secundário, uma transação com euro bonds brasileiros custa 0,10%. Aqui só a CPMF é de 0,38%.

Em um mercado onde a liquidez é fundamental e os spreads de intermediação são muito baixos, a incidência da CPMF representa um diferencial de custos incontornável para o investidor, que acaba migrando para mercados onde a tributação tem alguma racionalidade. Os números estão aí para comprovar o estrago que este tributo está acarretando. Hoje, para os principais papéis brasileiros, o mercado nova-iorquino já detém a maior parte das operações, sendo seus preços formados basicamente na NYSE.

Por fim, é importante entender as causas da existência da CPMF. A principal é a mesma que contribui para produzir juros elevados, aumento do endividamento público e instabilidade macroeconômica: o desequilíbrio fiscal do setor publico. Uma das respostas para esse problema tem sido elevar a arrecadação e, nesse aspecto, a CPMF é um tributo altamente eficiente.

Alguns defendem a existência de um tributo como a CPMF independentemente desses fatores conjunturais. A Receita prega a criação do Imposto sobre Movimentação Financeira – IMF, da mesma natureza, e que seria compensado com outros tributos federais, como forma de combate à sonegação. Os efeitos sobre o mercado financeiro e de capitais seriam praticamente os mesmos.

É compreensível o empenho da Receita Federal em lutar por sua aprovação do IMF. São claros os benefícios, principalmente para o leigo: todos pagarão a alíquota de “apenas” 0,2%, geram-se preciosas informações para apanhar os sonegadores. O governo devolveria o valor arrecadado, o que eliminaria o risco de criação de nova incidência cumulativa prejudicial à competitividade das empresas e às exportações.

Porém, a compensação do IMF não eliminaria seus nefastos efeitos no mercado de capitais. Em muitos casos, seria impossível devolver o imposto, principalmente se um dos participantes do processo de intermediação for contribuinte no exterior. Mesmo no Brasil, a devolução enfrentaria complicações operacionais, como o da situação dos contribuintes isentos ou imunes ao IR, e aumentaria os custos de transação, principalmente para as empresas que dão prejuízo ou têm incertezas sobre seus resultados.

É preciso assinalar, ainda, que a alíquota “inofensiva” de 0,2% proposta para esse imposto é superior à margem de muitas das operações do mercado de capitais e supera os custos de uma operação no mercado acionário americano.

Assim, a criação de um novo tributo não deve ser vista apenas pelos seus efeitos positivos na arrecadação. Se fosse assim, seria o caso de substituir todo o sistema tributário por um imposto único sobre as transações financeiras. Teria o benefício adicional de permitir a extinção da Secretaria da Receita Federal. É preciso olhar também os seus custos. E se estes forem superiores aos benefícios, como será o caso do IMF, os governos sérios abandonam a idéia.

Em exemplos mais radicais ainda, alguns políticos chegam a defender a substituição de

todo o sistema tributário por um imposto sobre movimentação financeira de alíquota elevadíssima (mais de 5%). Não explicam porém como o mercado financeiro poderia operar nessas condições e reconhecem esse problema. Um "mero detalhe" que por não poder ser resolvido invalida a proposta pretensamente simplificadora.

6.3 Possíveis mudanças decorrentes da aprovação da reforma tributária

Estamos muito longe de aprovar uma ampla reforma tributária. Em discussão na Comissão Especial da Câmara dos Deputados desde meados de 1995, tal matéria despertou a atenção do Poder Executivo, cuja liderança no encaminhamento das discussões é essencial para a aprovação de mudanças tão complexas, apenas em 1999. Dado o andamento que a matéria teve no início do ano 2000, as chances de vermos sua tramitação dessa matéria concluída nesse ano são baixas. Na melhor das hipóteses, o texto seria aprovado em 2001. Depois viriam as leis complementares e, com alguma sorte, a vigência do novo sistema a partir de 2002 ou 2003.

O projeto final, que sofreu inúmeras alterações desde 1995 para acomodar os interesses distintos dos Estados e do Ministério da Fazenda, dificilmente contemplará uma mudança mais ampla no sistema tributário brasileiro. O mais provável é que seja aprovada uma meia-sola tributária, cujo principal beneficiário será o setor exportador de manufaturados e o maior prejudicado será o mercado de capitais.

A meia-sola permitirá um grande avanço na tributação do ICMS, que seria unificado em todo o território nacional e seria regido por uma legislação única. Acabariam os 27 regimes distintos do ICMS, facilitando a completa desoneração das exportações, especialmente se o texto final fixar a cobrança do tributo no destino.

As contribuições sociais (Pis e Cofins) perderiam sua característica de cascata no setor real da economia, assegurando sua completa desoneração nas exportações. A CPMF se tornaria permanente, na forma de IMF, compensável com o Imposto de Renda. As contribuições sociais incidiriam monofasicamente no sistema financeiro.

O governo pode ter conseguido o que queria nas discussões sobre a reforma tributária realizadas na Comissão Tripartite formada para buscar um consenso em relação ao texto final a ser votado na Comissão Especial. Tudo indica que a prioridade foi a de eliminar qualquer risco de queda de receita e, assim, de cumprimento das metas fiscais do acordo firmado com o FMI no final de 1998. Os efeitos negativos microeconômicos foram desprezados. Se o texto acordado na Comissão vier a ser aprovado, a tributação federal ficará praticamente intocada. Mais, o governo ganha definitivamente a batalha pela institucionalização de um tributo permanente sobre as transações financeiras.

Para o mercado financeiro, o acordo tem dois efeitos. Primeiro, a cunha fiscal continuará intocada, frustrando o objetivo do Banco Central de reduzir os juros para o tomador. Segundo, o IMF permanente, mesmo que compensável, introduzirá um grave custo de transação no mercado de capitais, que tende a reduzir o seu desenvolvimento futuro e, assim, os benefícios para a economia.

A meia-sola tributária ainda vai passar por muitos estágios até sua eventual aprovação final em dois turnos de votação em cada Casa do Congresso. Ainda não está claro, no acordo, se foi resolvida a complexa questão da guerra fiscal. A tendência era a de um texto que poria um fim à guerra para o futuro, mas preservaria os incentivos já concedidos, numa transição de 15 anos. Se houver problema nessa área, a aprovação pode demorar mais um pouco. As chances de que alguma melhora em relação à tributação incidente sobre o mercado de capitais ocorra no entanto, são muito pequenas. O IMF pode inibir o desenvolvimento do mercado de capitais e privar o país de seus efeitos positivos sobre a riqueza e o bem-estar. Sua devolução, não viável em todos os casos, dificultará as inovações. Tal qual um tributo medieval, cobrará um pedágio para o tráfego dos recursos desse mercado por entre suas diversas rotas de intermediação.

Estaremos na contramão da história. A globalização traz consigo flexibilização, agilidade e maior eficiência na operação com fluxos de capital. O IMF torna o Brasil menos competitivo na captação desses recursos.

7. Transparência, facilidade de acesso e outros requisitos para o mercado

Além de um sistema tributário não distorcivo, o desenvolvimento do mercado de capitais necessita de três requisitos básicos: liquidez, transparência e facilidade de acesso.

Por várias razões, esses requisitos nem sempre são atendidos de forma adequada no Brasil, restringindo o crescimento do mercado de capitais e conseqüentemente da economia. Iremos nos itens seguintes identificar os principais entraves representados pelo não atendimento a esses requisitos.

7.1 A falta de transparência

Uma das premissas básicas para o desenvolvimento do mercado é a transparência: o conhecimento por todos das regras e condições do mercado. "Os consumidores, os produtores e os detentores de recursos devem ter amplo conhecimento se um mercado é perfeitamente competitivo. Se os consumidores não estão plenamente conscientes dos preços, eles podem comprar a preços altos quando outros menores estão disponíveis."[17]. No caso dos mercados de capitais, esse requisito torna-se ainda mais importante, dado o prazo longo e a imaterialidade dos títulos envolvidos nas negociações.

O requisito da transparência muitas vezes não é plenamente atendido no mercado de capitais brasileiro. Enquanto houve inflação elevada, era praticamente impossível obter-se dados confiáveis e transparentes sobre as empresas. Os balanços refletiam pouco o resultado da empresa e seu entendimento dependia de uma análise complexa, envolvendo deflações e comparações com critérios muitas vezes variáveis. Com o Plano Real, essa instabilidade foi superada, proporcionando condições de funcionamento do mercado em todos os segmentos.

Transparência significa também conhecimento das condições futuras do mercado. Isto requer estabilidade das regras que regulam o mercado. Elas não podem estar sujeitas à mudanças impostas pela política econômica no curto prazo ou subordinada a influências de natureza meramente políticas ou pessoais.

Nesse aspecto, o mercado de capitais brasileiro ainda é frágil. As mudanças de regras de toda a natureza ocorrem com freqüência e prejudicam sua previsibilidade e funcionamento.

7.2 O enfraquecimento dos minoritários

Um exemplo de redução da transparência do mercado de capitais é dado pelas alterações na Lei das Sociedades Anônimas efetuadas em 1997. Foram as mais significativas desde a lei 6.404 de dezembro de 1976. Um dos principais objetivos dessa nova estrutura da Lei foi facilitar as privatizações. Uma das formas de se alcançar esses objetivos foi dar grande poder de decisão aos controladores da empresa, em detrimento dos sócios minoritários.

Porém, isso afetou gravemente a previsibilidade do comportamento das empresas. Os acionistas minoritários tiveram aumentado o risco de suas operações em bolsa no país. O valor de seu investimento passou a depender não apenas da performance da empresa e do mercado em que opera – que podem ser objetivamente avaliados – mas também de decisões do sócio

16 Renato Fragelli Cardoso e Sérgio Mikio Koyama, A cunha fiscal sobre a intermediação financeira, in Juros e spread bancário no Brasil, Banco Central do Brasil, DEPEP, outubro/1999.

controlador que, apesar de corretas do ponto de vista legal, podem obedecer a critérios totalmente arbitrários e independentes da situação da empresa. Muitas vezes, esse poder conhecido ao controlador resulta em abusos potencialmente causadores de graves prejuízos aos minoritários[18]. Além do risco do negócio em si, a participação passa a incluir um risco societário de difícil avaliação.

Muitos desses abusos acontecem por ocasião da troca de controle acionário das empresas, com o novo controlador mudando a política de tratamento dos minoritários ou buscando assumir o controle total. O poder discricionário que a legislação permite faz com que muitas vezes essas mudanças sejam traumáticas para os minoritários. Note-se que se o mercado de capitais brasileiro fosse mais desenvolvido boa parte dessas transações poderia estar ocorrendo em seu âmbito. As trocas de controle acionário, em vez de se constituírem um problemas para os minoritários, se traduziriam na valorização imediata no mercado de sua participação (ou desvalorização, como ocorre em alguns casos).

Na verdade, temos um outro aspecto do que no item anterior classificamos como falta de transparência, pois as empresas podem tomar decisões prejudiciais ao investidor minoritário e que não podem ser analisadas a priori.

Em mercados avançados, o respeito aos minoritários, de modo que seu risco não seja substancialmente distinto dos demais acionistas da empresa, é uma característica fundamental, pois esses investidores representam a maioria dos capitais no mercado.

Note-se que na conjuntura existente quando da elaboração da nova lei, a redução do poder dos minoritários encontrava algumas justificativas. O maior potencial de atração de recursos externos e de modernização da economia brasileira naquele momento dependia, para sua realização, da velocidade e da eficiência com que o programa de privatizações pudesse ser implementado. Assim, algumas distorções, tais como o enfraquecimento dos minoritários, eram admissíveis. Dado que o programa de privatização continua em andamento, a nova estrutura permanece adequada, mas seus efeitos nocivos podem ter se tornado predominantes.

A médio prazo, uma estrutura da lei das S.A. que reduza o poder discricionário do controlador e conseqüentemente o risco do acionista minoritário deve ser considerada como uma mudança desejável. Aumentaria a transparência do mercado, reduziria o risco e, portanto, incentivaria um maior número de investidores. Esta é uma opinião manifestada por vários investidores, com destaque para os estrangeiros, que tem maiores dificuldades de operar com as regras vigentes.

Um outro problema correlacionado é um comportamento "pouco profissional" observado em alguns investidores institucionais que participam de empresas na posição de acionistas minoritários. Em sua maioria são fundos de pensão estatal que indicam profissionais pouco qualificados para os Conselhos das empresas nas quais participam. Esse fato contribui para alguns abusos e para a desmoralização de minoritários que se mostrem mais exigentes.

7.3 As informações aos participantes

Do ponto de vista microeconômico, um mercado de capitais bem desenvolvido proporciona informações sobre as empresas para os investidores. Colabora também para que a gestão das empresas esteja alinhada aos objetivos tanto de seu administrador quanto do investidor, pois a remuneração de ambos está atrelada à performance da empresa e de suas ações.

No entanto, muitos investidores e operadores do mercado indicaram o custo de abertura do capital – representado por custos administrativos com auditoria, com elaboração de relatórios financeiros e com taxas de bolsa e CVM – como um fator que desestimula as empresas a recorrer a essa fonte de recursos.

18 Existem inúmeros exemplos desses abusos. Em um deles, em dezembro de 1998, as Lojas Renner teve seu controle vendido pela família para a multinacional JC Penney, que imediatamente fez uma oferta pública para a parte do capital minoritário ao preço médio de R$ 26,00. Atendendo às reivindicações dos minoritários, que incluíam um fundo mútuo de investimentos, a CVM obrigou a retirada da oferta. A segunda oferta foi de R$ 26,00, mas os minoritários conseguiram montar uma posição de força nos Conselhos da empresa, resultando na venda do bloco de ações detidos pelo fundo ao preço de R$ 39,00, 70% a mais do que a oferta inicial.

Alguns custos são inevitáveis. Uma empresa de capital aberto necessariamente deverá incorrer em despesas relativas a uma melhor apresentação e divulgação de seus resultados que não teria em outras circunstâncias. Igualmente, terá os custos de uma auditoria externa independente. Esses são pressupostos da abertura de capital.

Porém, esses custos trazem benefícios de aumentar a eficiência da empresa. Sua contrapartida é um melhor conhecimento das contas e resultados da empresa, bem como uma crítica mais ampla dos problemas existentes. Normalmente, isto deve proporcionar um melhor gerenciamento e maior eficiência, revertendo-se em benefício. Tal conclusão não seria adequada em casos raros, somente se a empresa já estivesse atingido o máximo da eficiência possível antes da abertura de capital e, nesse caso, ela já deveria contar com tais instrumentos.

Em síntese, o custo de proporcionar informações em quantidade e qualidade ao mercado faz parte do processo de abertura de capital e traz retornos diretos para a empresa na forma de melhoria em sua gestão.

Por outro lado, o custo de disseminação dessa informação poderia ser reduzido. A obrigatoriedade de publicação dos resultados anuais (balanço e demais demonstrativos) em jornais de grande circulação tem um custo elevado e muitas vezes não constitui a melhor forma de comunicação. As modernas tecnologias de informática e comunicações podem oferecer instrumentos tanto mais eficazes como menos custosos para essa divulgação.

Finalmente, é importante observar que parte desses custos é fixa, onerando proporcionalmente com maior intensidade as empresas de pequeno porte. Para as grandes empresas, esse custo se dilui.

O desenvolvimento tecnológico tem condições de proporcionar aos investidores e participantes do mercado um volume de informações antes só disponível através de corretores e/ou com custos elevados. A regulamentação deve acompanhar esse desenvolvimento, de modo a permitir que os ganhos de produtividade possam ser transferidos ao mercado na forma de menores custos. Nesse aspecto, é importante ressaltar que a regulação deve buscar a maior eficiência do mercado e não a preservação de interesses específicos envolvidos com práticas que o progresso tornou ineficientes.

7.4 As ações preferenciais e a obrigatoriedade na distribuição de dividendos

Muitos investidores questionam a existência das ações preferenciais ou a elevada proporção com que são emitidas, de até dois terços do capital, como um entrave ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

Em mercados maiores do que o brasileiro, é normal uma intensa disputa pelo controle acionário das empresas, que pode ser obtido mesmo com participações pequenas, da ordem de 5%, no capital votante. Nesses mercados e situações, as ações ordinárias são mais valorizadas e emitidas em maior proporção. No Brasil, no entanto, a pequena dimensão do mercado acionário e quase inexistência de disputa nele pelo controle acionário das empresas torna as ações preferenciais mais atrativas.

Para as empresas, permitem a abertura de capital sem colocar em jogo o controle. Para os investidores, priorizam a participação nos resultados. Conseqüentemente, são emitidas em maior quantidade, são mais negociadas e têm maior liquidez, o que reforça ainda mais sua característica de atrair o investidor.

Além disso, o pagamento obrigatório de dividendos por essas ações tem sido questionado. Constitui um fator a desestimular a abertura de capital pelas empresas, pois as obriga a um compromisso fixo, aumenta o custo e, em última instância, caso esse compromisso não seja atendido por três anos consecutivos, pode implicar perda do controle da empresa. Esse maior risco constitui um desestímulo e reduz o número de empresas dispostas a abrir capital e à emitir ações, diminuindo a liquidez do mercado, o que por sua vez enfraquece o mercado como um todo.

Em geral, a decisão de distribuir ou não dividendos depende, em primeiro lugar da existência de lucro, variável nem sempre presente na vida das empresas, e da política de distribui-

ção adotada. A obrigatoriedade da distribuição reduz a liberdade da empresa em adotar a política de dividendos que achar mais adequada aos seus acionistas. Por outro lado, obriga a um compromisso com o acionista, o que não pode ser desprezado.

O fim das preferenciais, por outro lado, seria uma medida excessivamente drástica. Poderia reduzir ainda mais o estímulo a abertura de capital ao facilitar a assunção do controle acionário nas bolsas, o que é comum no mercado americano mas ainda é pouco aceitável por aqui dado o grau de maturidade do mercado brasileiro. Uma redução na proporção com que são emitidas poderia ser uma solução mais adequada.

7.5 Restrições à movimentação de capitais

As restrições à movimentação de capitais podem ter efeitos tanto negativos como positivos sobre o mercado de capitais brasileiro. Essa questão tende a ganhar importância à medida que os mercados financeiros mundiais ficam cada vez mais integrados e que a Internet torna tecnicamente possível, a custo reduzido, que a movimentação eletrônica de capitais entre países se torne disponível para um público cada vez mais amplo.

Mesmo sem a realização de todo esse potencial, hoje já existe uma liberdade muito maior de movimentação de capitais no Brasil do que no passado. Alguns críticos argumentam que isso pode desestimular desenvolvimento do mercado de capitais interno, pois o mercado brasileiro apresenta condições menos competitivas comparado às de países mais desenvolvidos. A liberdade de movimentação se traduziria, nesse caso, em saída de capitais. A abertura seria então prejudicial.

Porém, em contraposição a essa crítica, devemos observar que a oferta de capitais no Brasil é muito mais restrita que nos países desenvolvidos. A tendência normal é que o Brasil atraia capitais em volume muito maior do que exporta.

O exemplo desse fato é dado pelo afluxo de investimentos estrangeiros ao país na forma de investimentos, que tem sido muito elevado. Somente em 1999 houve a entrada de cerca de US$ 30 bilhões. A maior parte desses recursos foi aplicada em investimentos diretos, mas o mercado acionário também atraiu algumas parcelas que se constituíram no principal elemento de dinamismo de nossas Bolsas de Valores. Uma restrição à liberdade de movimentação de capitais significaria, nos últimos anos, uma restrição a entrada e a perda de um importante elemento de poupança externa para o desenvolvimento brasileiro.

A existência de restrições à livre movimentação de capitais sem dúvida é um obstáculo para sua atração. Por outro lado, normalmente é inefetiva para evitar as fugas. Como observa Fischer, Ortiz e Palasvirta[19], "os investidores em países menos desenvolvidos preferem investir em seus próprios mercados, mas são desincentivados em função do risco político que é inerente a essas economias. Assim, esses investidores procurarão se garantir contra esse riscos diversificando seus investimentos em títulos não domésticos. Investidores dessas economias com riqueza relativamente elevada irão descobrir formas de exportar capital... Os investidores domésticos com menor nível de riqueza irão fugir do risco político adquirindo moeda estrangeira no mercado paralelo".

Face a esse comportamento, a restrição à movimentação de capitais assemelha-se à tentativa de controlar os sintomas e não a combater a causa. A solução adequada contra fuga de capitais é proporcionar ao mercado brasileiro condições de competir. Restringir o fluxo de capitais irá apenas reduzir a dimensão desse mercado, impedir a entrada de recursos externos e, em última instância, criar mais um estímulo a que capitais nacionais busquem outros mercados mais atraentes.

19 Fischer, K.P., E. Ortiz e A. P. Palasvirta, The Industrial Group and Risk Management in Imperfect Capital Markets, 1991, In Fischer m K, P. e Papaioannou, G. J., Bussiness Finance in Less Developed Capital Markets, p. 67. Tradução livre. No original, temos: "investors in LDCs would prefer to invest in their own markets, but find large desincentives to do this with respect to the level of political risk that is inherent within the local economy. Thus the political-risk characteristics of an economy lead investors to hedge by diversifying into securities that are not domestically supplied. Consequently domestic investors with relatively substantial wealth find ways to export capital... Domestic investors with relatively modest wealth diversify political risk by diversifying into black-market-acquired foreign exchange".

7.6 Fechamento crescente do capital de empresas

Recentemente, tem causado preocupação o fato de muitas empresas terem fechado ou estarem em processo de fecharem seu capital, algumas delas com participação importante nas Bolsas brasileiras. Outras, cujas ações tinham grande liquidez e estavam sempre entre as mais negociadas, decidiram adquirir a maioria das ações, retirando-as do mercado, o que reduz na prática sua negociação em Bolsas.

Em alguns casos, o fechamento, formal ou na prática, ocorreu em virtude da mudança de controle acionário das empresas, com os novos grupos controladores não tendo interesse em manter o capital aberto. É o caso principalmente das empresas de telefonia. A causa indireta foi a abertura econômica, que produziu um aumento das operações de fusões e aquisições, sobretudo aquelas efetuadas com capital externo, não dependente do mercado de capitais nacional[20].

Nesse contexto macroeconômico de intensa reestruturação do setor privado, o fechamento de capital tornou-se uma tendência esperada. Deveria ser assim um movimento temporário, motivado por mudanças estruturais na economia, compensado no agregado pelo maior número de empresas que abririam seu capital em função do próprio desenvolvimento econômico.

Já poderia estar ocorrendo esse movimento compensatório, com as empresas nacionais abrindo seu capital para tornarem-se mais competitivas diante das multinacionais ou mesmo com empresas multinacionais lançando títulos no mercado brasileiro. Isso, no entanto, é obstado pelos demais entraves que destacamos, que faz com que os custos da abertura do capital não sejam compensadores.

Esse fechamentos têm sido preocupantes, pois diminuem a oferta de papéis, o número de negócios e a liquidez do mercado. O mercado secundário se reduz em função do encolhimento do próprio mercado primário. Fundos de investimento estrangeiros, que são obrigados a diversificar seus portfolios, podem deixar o mercado brasileiro. Ao causar esses efeitos, tornam o mercado menos atraente, o que pode estimular outras empresas a fechar seu capital. No entanto, esse processo parece não constituir um problema a ser combatido diretamente, pois decorre de outras causas que desestimulam o mercado.

7.7 A competição com os mercados estrangeiros

Algumas poucas empresas brasileiras tem lançado ADR's para serem negociados em Nova York. A redução na oferta de papéis no mercado acionário brasileiro que isso acarreta é grave. São justamente os papéis dessas empresas que dão força e liquidez às Bolsas de Valores, possibilitando a criação de uma cultura de mercado acionário e abrindo espaço para emissões de papéis de segunda linha.

Por outro lado, as condições do mercado brasileiro não estimulam o lançamento de BDR's, ou Brasilian Depositary Receipts. Caso isso acontecesse, poderíamos ter papéis de empresas estrangeiras com interesses no Brasil proporcionando liquidez ao nosso mercado. Pelas dimensões do mercado, existe potencial inclusive para a atração de operações de empresas que operam no Mercosul.

Pode-se argumentar que para as empresas, a negociação de suas ações no Brasil ou de ADR's no exterior seria indiferente. Transacionar papéis no exterior, na verdade, seria até melhor, pois estaria havendo o acesso a mercados com maior liquidez e estabilidade.

Porém, apenas uma poucas empresas podem arcar com o custo de ter ADRs negociados em Nova York. O acesso é difícil e mais caro, valendo a pena somente para grandes empresas. Assim, o esvaziamento do mercado interno de capitais prejudica principalmente as empresas emergentes, que não têm condições de acesso a mercados estrangeiros.

20 É o caso das Lojas Renner já citado e de várias empresas do setor de autopeças e industrial em geral, que tiveram seu controle transferido para multinacionais que não necessitam dos recursos proporcionados pelo mercado de capitais brasileiro e ao mesmo tempo tem interesse em maximizar os resultados de sua gestão na empresa adquirida mediante a compra da totalidade das ações.

7.8 Ambiente macroeconômico de incerteza

A incerteza vigente na economia brasileira constitui um fator estrutural. Não pode ser considerada uma restrição que pesa apenas sobre o mercado de capitais. No entanto, devemos examinar como esse mercado é especificamente afetado.

A instabilidade afeta os investimentos de forma mais intensa do que as outras atividades, pois esses visam resultados de longo prazo, tornados mais incertos pela instabilidade. Adicionalmente, por não serem em geral essenciais no curto prazo, podem ser mais facilmente adiados.

Além disso, nos momentos de maior instabilidade, os juros tendem a ter trajetória ascendente. À primeira vista os juros elevados parecem incentivar a oferta de recursos para poupança. Por outro, afastam a demanda. Além disso, a poupança assume características de curto prazo, não sendo adequada para financiar investimentos. As aplicações de curto prazo nessas condições tornam-se um competidor para as aplicações de longo prazo, oferecendo remuneração e liquidez muito maiores. Assim a oferta de recursos para investimentos ou disponíveis para o mercado de capitais também sofre redução.

As elevadas taxas de juros inviabilizaram o desenvolvimento de muitos projetos no mercado de capitais. O melhor exemplo é dado pelo Sistema Financeiro Imobiliário. Desde 1997, já temos o arcabouço jurídico para o desenvolvimento da securitização de hipotecas e até uma empresa, a Cibrasec, formada por instituições financeiras brasileiras e estrangeiras. Apesar disso, os juros elevados que predominaram na economia brasileira desde essa época fazem com que o sistema funcione de forma muito limitada: o financiamento da compra de imóveis com essas taxas é simplesmente inviável.

No mercado acionário, as aplicações tendem a ser especulativas, em poucos papéis e durante os curtos períodos em que possam oferecer rentabilidade maior do que aplicações de curto prazo.

Os juros elevados, no entanto, não afetam apenas o mercado de capitais. São conseqüência de graves desequilíbrios macroeconômicos, especialmente na área fiscal e seus efeitos prejudicam toda a economia. A solução tem sido lenta e depende da continuidade da reforma do Estado, particularmente no campo fiscal.

7.9 O “crowding out”

O termo crowding out identifica na literatura econômica o processo em que a dívida pública toma o espaço no mercado das dívidas e papéis do setor privado. O governo, para colocar sua dívida no mercado, é obrigado a elevar os juros e os investidores passam a preferir esses papéis em detrimento dos títulos privados. O desincentivo ao mercado de capitais é óbvio.

Essa questão indica que para o governo, pode existir uma contradição no curto prazo em incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais: tal fato poderia reduzir o mercado cativo atualmente existente para o financiamento da dívida pública. O pequeno poupador teria opções mais atraentes que comprar títulos públicos, o que pode fazer com que o custo de financiamento da dívida pública aumente.

Naturalmente, no longo prazo, e resolvendo-se o desequilíbrio fiscal crônico do setor público, a situação é oposta.

7.10 A insegurança jurídica e o risco de quebra de contratos

O mercado de capitais, assim como todos os outros, tem sido afetado no Brasil por incertezas jurídicas. As mais conhecidas foram as quebras de contrato impostas pelo Executivo por ocasião dos planos de estabilização. Tivemos congelamento de preços, mudanças nas regras de indexação, alterações no cálculo dos índices de reajuste de contratos, criação de novos ônus tributários sobre contratos e aplicações e depósitos já realizados,

restrições sobre a liquidez de investimentos e, no caso mais drástico de todos, confisco de poupanças e depósitos[21].

O Judiciário também constitui fonte de incertezas. Muitas leis adquirem múltiplas interpretações, aumentando a insegurança e risco de contratos, o que resulta em desestímulo ou custo. O cumprimento rigoroso das leis e sua imutabilidade frente às circunstâncias ou pressões não pode ser considerado uma tradição predominante no sistema jurídico brasileiro.

Porém, mesmo quando isso não acontece, a lentidão característica das respostas do Judiciário representa incerteza. Se a interpretação de uma regra for clara, cristalina e incontestável, mesmo assim uma decisão judicial sobre sua violação pode ser demorada. Nos assuntos do lado real da economia, envolvendo bens tão concretos como terras ou imóveis, isso já constitui um problema. No caso do mercado de capitais, com sua maior fluidez e dinamismo, uma decisão lenta representa um obstáculo por vezes incontornável.

Esses problemas no Judiciário atingem todas as áreas da economia, mas são muito mais graves no caso do mercado de capitais, pois suas especificidades e complexidade tornam as decisões ainda mais lentas e incertas.

Note-se que a defesa e os direitos dos minoritários também se insere nesse tema. As mudanças havidas na Lei das S.A e seu enfraquecimento pode muitas vezes ser atribuído a incertezas legais. O recurso à Justiça buscando a defesa encontra como obstáculo, entre outros, a lentidão nas decisões.

7.11 As deficiências na regulação

O principal órgão regulador do mercado, a CVM, é ainda frágil. Fica no Rio de Janeiro, distante dos principais órgãos do governo em Brasília, e muitas vezes acaba tendo uma influência e poder reivindicatório inferiores ao que deveria ter pela importância de suas atribuições.

Porém, essa distância dos centros de poder não constitui o principal problema. A CVM segue as regras da administração quanto a sua estrutura de pessoal. Isso significa rigidez e, principalmente, salários baixos quando comparados aos do mercado financeiro. Com isso, a instituição tende a perder quadros de sua equipe técnica e tem dificuldades para substituí-los de forma adequada. Esse problema já afeta outros setores da administração pública, mas torna-se gravíssimo em um setor que compete dentro do mercado financeiro, com suas características de agilidade e remuneração elevada.

O trabalho da CVM também tem revelado uma efetividade maior quando tratando de grandes violações de regras, mas pouca atenção com os pequenos problemas que ocorrem no mercado de capitais. Essa estratégia de atuação acaba sendo pouco efetiva. Nas palavras de um administrador de recursos, existe uma analogia com o que foi descoberto pela polícia de Nova Iorque: o combate às pequenas infrações acabou resultando em uma queda generalizada nos índices de criminalidade para todos os tipos de crime.

7.12 Os preconceitos contra o mercado de capitais

As medidas tributárias anunciadas no final de 1999, somadas aos projetos do Congresso e da própria Receita Federal de perpetuação da CPMF, revelam claramente um certo preconceito contra as transações de natureza apenas financeira.

É comum também considerações depreciativas sobre o mercado como um meio de proporcionar ganhos decorrentes de vantagem indevida ou proporcionados por sorte em algum tipo de jogo. O dicionário Aurélio, por exemplo, registra como uma das acepções do verbete

21 No caso específico da Lei das S.A., podemos listar algumas das alterações ocorridas nesse período:

- *eliminação da correção monetária em 1989;*
- *reintrodução da correção monetária também em 1989;*
- *eliminação da correção monetária e das ações ao portador, em 1990;*
- *reintrodução da correção monetária em 1991, com republicação dos balanços;*
- *eliminação da correção monetária e das ações ao portador em 1995;*
- *Lei Kandir, com as modificações já mencionadas no item 7.2.*

especulador “Indivíduo que age de má-fé, procurando tirar proveito de uma situação, de determinada coisa.” E bolsista é identificado como “pessoa que habitualmente faz especulações na bolsa”. Um dos sinônimos apontados para especular é “traficar”. Note-se que acepção similar, com tal conotação pejorativa, não é encontrada nos dicionários da língua inglesa[22].

O mercado muitas vezes é visto como um local em que predomina a sorte ou, pior ainda, a informação privilegiada, o ganho fácil para poucos, o jogo pesado e resultados incertos. A visão de um mercado organizado, servindo a interesse mútuos de poupadores e investidores, com retornos no longo prazo e um papel que poderia ser fundamental na vida das empresas, na garantia do futuro dos poupadores e no desenvolvimento econômico, é muito pouco disseminada.

Para outros, as bolsas e o mercado de capitais são vistos com algo distante, de natureza esotérica, totalmente afastado do dia a dia e da realidade. Um mercado que interessa apenas a poucos, realizando negócios que afetam apenas uma minoria. A vinculação desse mercado com poupança, desenvolvimento e crescimento econômico não é sequer sonhada.

Essa imagem pode explicar muitos dos problemas enfrentados pelo mercado de capitais. Quando legisladores ou formadores de opinião defendem uma tributação sobre esse mercado ou sobre transações financeiras ou restrições na movimentação de recursos, a imagem que predomina é essa.

Eventos ocorridos no passado, em que poucos ou um único indivíduo tiveram grande influência sobre o mercado de ações e disso se aproveitaram, contribuem para essa imagem. As oscilações que o mercado sofreu em virtude da própria volatilidade da economia ajudam a reforçar as lembranças negativas. Apesar de decorrerem de outros fatores, as oscilações nas Bolsas normalmente amplificam os efeitos desses fatores, tendo o potencial de produzir perdas elevadas e com repercussões muito mais amplas do que nos demais setores.

Quando ocorrem ganhos elevados no curto prazo, a repercussão também costuma ser significativa. Isso não pode ser considerado de todo positivo, pois transmite justamente a imagem de um mercado que proporciona ganhos fáceis. Estimula investidores transitórios atraídos por uma idéia de ganho rápido que normalmente não se concretiza ou, muito freqüentemente, se transforma em perda. A repercussão negativa é imediata. O resultado de longo prazo é a piora na imagem do mercado como um todo.

7.13 Preconceitos das empresas contra abertura de capitais

Como já vimos, ao abrir o capital as empresas devem tornar-se mais transparentes, o que termina por beneficiá-las em termos de busca de eficiência e rentabilidade. No entanto, muitas empresas não desejam se submeter a esse exame pelo mercado devido a um estilo de administração familiar bastante característico ainda da mentalidade do empresariado nacional. São empresas familiares cujos controladores dão muito valor a um estilo reservado e à autonomia das decisões.

22 O Webster, que é o dicionário mais bem reputado nos EUA, em sua versão on line, indica as seguintes acepções para o verbete speculate:

intransitive senses:

1 a: to meditate on or ponder a subject: REFLECT; b: to review something idly or casually and often inconclusively;

2: to assume a business risk in hope of gain; especially: to buy or sell in expectation of profiting from market fluctuations;

transitive senses:

1: to take to be true on the basis of insufficient evidence: THEORIZE <speculated that a virus caused the disease>;

2: to be curious or doubtful about: WONDER <speculates whether it will rain all vacation>.

O Oxford Advanced Learner's, que é inglês e, às vezes, não contém conotações empregadas nos Estados Unidos, indica as seguintes acepções:

1. to form opinions without having definite or complete knowledge or evidence; to guess: speculate about/ upon the future; speculate as to the cause of something; I wouldn't like to speculate on the reasons of her resignation

2. To buy and sell goods or stocks and shares in the hope of making a profit through changes in their value, but with risk of losing money: speculate in oil shares, speculate on the stock market

Infelizmente, esse estilo de administração além de prejudicar a entrada da empresa no mercado de capitais, muitas vezes também as afasta das práticas mais eficientes. A abertura de capitais, nesses casos, traz o benefício de induzir a uma administração mais profissionalizada, com as conseqüentes melhorias de eficiência já discutidas.

No entanto, a maior eficiência e profissionalização muitas vezes não constituem exatamente o objetivo imediato do dono. Apesar de conveniente na continuidade das rotinas da empresa, as conseqüências no longo prazo desses procedimentos podem resultar na sua inviabilização ou em dificuldades nas sucessões.

Outras vezes, uma melhoria na organização e na disponibilização de informações para o mercado implica em aumentos efetivos de custos, que se somam aos demais encargos diretos da abertura de capital da empresa. Isto se verifica em empresas que ainda conduzem algumas de suas operações em um ambiente informal e pouco estruturado, incompatível com uma empresa de capital aberto.

8. Conclusões e sugestões para o desenvolvimento do mercado de capitais

Com a abertura de capital, as empresas auferem muitas vantagens. Entre as principais, destacam-se: facilidade na obtenção de recursos para planos de expansão, diluição do risco entre vários sócios, liquidez para o patrimônio dos acionistas, aumento da capacidade de endividamento, melhor imagem institucional da empresa, melhor solução para o problema da sucessão no caso das empresas familiares, profissionalização na administração da empresa em função da maior transparência de suas operações.

As vantagens, é claro, não ficam confinadas nas empresas. Ao investir, as empresas aumentam a produção, geram empregos e renda, proporcionam maior arrecadação. Auferem maiores lucros, mas com o mercado de capitais sua distribuição torna-se mais socializada e pulverizada, beneficiando os investidores diretos ou mesmo os assalariados, que investem através de fundos mútuos e de previdência. Em um processo circular extremamente virtuoso, maior renda significa maior consumo, maior bem-estar, empregos, arrecadação e assim por diante.

O dinheiro obtido via emissão de ações não é necessariamente barato, mas é estável. A venda de ações implica compromissos de longo prazo, adequados para o horizonte de planejamento estratégico das empresas e sua expansão. Essa estabilidade acaba por determinar um menor custo para esses recursos, o que os torna, no longo prazo, relativamente baratos.

Em troca dessas vantagens, as empresas arcam com alguns custos. Destacam-se, entre os principais, o acréscimo de encargos administrativos com auditores, demonstrações financeiras, taxas de Bolsa e CVM, e similares; o custo de divulgação de informações; e, sobretudo, a remuneração do capital obtido, mediante a distribuição periódica e obrigatória de dividendos.

Os negócios com ações, no entanto, constituem apenas uma parte – a mais divulgada e a mais desenvolvida no Brasil – do mercado de capitais. A história recente das economias desenvolvidas mostra um crescente desenvolvimento dos mercados que negociam capitais de longo prazo e sua participação crescente na economia e nos serviços financeiros. As hipotecas imobiliárias, a securitização de dívidas, o financiamento da agricultura, os títulos de longo prazo emitidos pelas empresas, entre outros, encontram como contrapartida nessas economias o crescimento contínuo dos investidores institucionais – fundos mútuos, fundos de pensão e seguradoras – que proporcionam uma fonte confiável e estável de recursos para financiar o desenvolvimento e as atividades econômicas.

O mercado de capitais brasileiro se ressente ainda do longo período de inflação e instabilidade, absolutamente impróprios para o desenvolvimento de atividades baseadas em compromissos de longo prazo. A superação desse obstáculos ainda não terminou, pois apesar de a inflação ter sido contida, a instabilidade e os desequilíbrios do setor público, que contribuíram em grande parte para causar esses males, ainda não foram totalmente superados.

Além desses obstáculos de natureza macroeconômica estrutural, existem muito entraves específicos prejudicando o mercado de capitais. O principal deles em muitos aspectos se confunde com os problemas estruturais. Trata-se da tributação distorciva, da qual o principal exemplo é a CPMF, que muitos desejam perpetuar como IMF. Ela distorce a eficiente alocação de recursos em toda a economia, mas seu efeito mais deletério incide sobre o mercado de capitais, pois aumenta o custo de transação e inibe os negócios e aquele que deve ser um dos pilares do desenvolvimento desse mercado: a liquidez. Vai na direção oposta à tendência de

aumento do volume de transações que hoje ocorre nos principais mercados mundiais.

O imposto sobre movimentação financeira não tributa renda ou valor adicionado. Simplesmente onera e reduz a liquidez do mercado. Reduz assim um dos principais objetivos a ser atendido por um mercado de capitais, que é oferecer liquidez para o investidor. E desestimular o investimento é desestimular o crescimento, a geração de empregos e a própria arrecadação.

Uma das principais características do mercado acionário brasileiro é a baixa liquidez. Trata-se de um mercado que gira em média entre R$ 400 e R$ 500 milhões por dia. É uma escala muito pequena comparada ao giro médio diário de US$ 60 bilhões nos Estados Unidos.

Obviamente, os mercados brasileiros não têm possibilidade de alcançar volumes comparáveis aos das principais economias do mundo. Porém, têm um imenso potencial de desenvolvimento. Além disso, a realização desse potencial é fundamental para que ocorra o desenvolvimento dos mecanismos de poupança de longo prazo e direcionamento desta para investimentos produtivos na economia. E, por sua vez, a existência desses mecanismos é fundamental para que ocorra o desenvolvimento. Sem poupança não há recursos para investir, sem investimento não existe crescimento e sem crescimento não há emprego, moradia, saúde, educação e tudo o mais que o acompanha.

As últimas mudanças na Lei das S.A. visaram auxiliar o processo de privatização. Foram bem sucedidas nesse aspecto. Porém, o mercado de capitais precisa de estratégia de longo prazo, que contemple seu desenvolvimento e estabilidade permanentes. Para se atingir esses objetivos, não basta apenas alterações nessa lei. Precisa-se uma estratégia ampla que contemple todo um conjunto de ações.

Em relação a um dos principais obstáculos que o mercado enfrenta, a CPMF, não se pode propor simplesmente sua imediata eliminação. Afinal, sua existência está permitindo o equilíbrio fiscal, temporário, mas essencial para a preservação da estabilidade, juros cadentes e outras condições fundamentais para a economia e o próprio mercado de capitais.

O que se deve evitar é sua extensão ou sua perpetuação na forma de um imposto permanente. Mesmo as propostas para tal, que prevêem uma compensação posterior com o imposto de renda, não resolvem o problema do ônus imediato sobre a operação ou daqueles investidores que não pagam esses impostos, inclusive os investidores estrangeiros.

Em relação aos demais problemas, podemos apontar algumas idéias que, longe de serem exaustivas, mostram alguns caminhos que podem ajudar o desenvolvimento. Algumas delas são de natureza geral, abordando princípios que não devem ser esquecidos:

1) rapidez nas ações, compatível com o ritmo acelerado das transformações no mercado mundial;

2) reforma da Previdência, que tanto auxilie na busca do equilíbrio fiscal como proporcione o desenvolvimento de uma fonte interna de poupança;

3) maior segurança jurídica, com esforços para aperfeiçoar a legislação sempre que esta dê margem a incertezas e demandas de difícil solução.

Outras constituem medidas específicas, que visam mudar algumas das situações hoje prevalecentes no mercado de capitais:

4) continuar os esforços para fortalecer a posição dos minoritários, revertendo as diretrizes adotadas na última grande mudança na Lei das S.A. e buscando evitar abusos dos controladores. No caso de decisões que envolvam conflitos de interesse do controlador, determinar a participação dos minoritários;

5) criação de cortes especializadas para o julgamento de questões judiciais concernentes ao mercado de capitais;

6) fortalecimento da CVM, com sua reorganização nos moldes institucionais das modernas agências reguladoras;

7) reforma da Lei das S.A. buscando um modelo menos detalhista e intervencionista;

8) equalização dos custos tributários no mercado de capitais entre o Brasil e seus competidores internacionais;

9) estabilidade de regras. Os aperfeiçoamentos que a legislação exige devem ocorrer den-

tro de um plano. A volatilidade nas regulações, alíquotas, proibições, etc, deve ser evitada;

10) estímulo ao desenvolvimento dos investidores institucionais, tanto na regulamentação dos fundos de previdência como na busca de custos menores e maior segurança para os fundos mútuos de investimento;

11) aumento da eficiência do Judiciário, com reforma que permita agilizar os processos e a criação de tribunais específicos e cortes de arbitragem;

12) redução no custo de publicação de demonstrativos e informações da empresas mediante melhor uso das novas tecnologias. Um site com as informações das empresas de capital aberto permite isso, além de facilitar o acesso e uso das informações. A divulgação tradicional passaria a ser, na maioria dos casos, opcional;

13) redução das dificuldades e da burocracia nas transações do mercado de capitais feitas através da Internet;

14) estudo de uma redução na proporção com que são emitidas ações preferencias pelas empresas no mercado brasileiro;

15) considerações e estudo de mudanças na regra de distribuição obrigatória de dividendos, visando eliminar ou reduzir essa obrigação;

16) concretização das reformas tributária e trabalhista, não apenas reduzindo encargos diretos sobre mercado de capitais mas também buscando maior equalização e justiça na distribuição efetiva dos encargos trabalhistas e fiscais, de forma a não onerar desigualmente as empresas de capital aberto.

Tanto os grandes entraves como aqueles específicos do mercado de capitais decorem muitas vezes de uma imagem errônea e distorcida que esse mercado tem na sociedade brasileira. A imagem do especulador que obtém ganhos fáceis ou do jogo que proporciona resultados impressionantes e imediatos muitas vezes predomina sobre a visão de um mercado que coloca em contato poupadores e investidores visando, ambos, a construção de uma relação estável que proporcione resultados na forma de produção viabilizada por investimentos ou ganhos sobre o capital aplicado ao longo do tempo. Essa imagem por vezes resulta na lentidão para examinar novas propostas que estimulem o mercado ou mesmo na defesa e incentivo de medidas absolutamente prejudiciais, como é o caso da tributação sobre movimentação financeira. Assim, sugere-se:

17) melhorar a imagem do mercado de capitais, com a disseminação da idéia de que esse mercado atende a interesses mútuos de poupadores e investidores e tem um papel que poderia ser fundamental na vida das empresas, na garantia do futuro dos poupadores e no desenvolvimento econômico;

18) essa campanha deve estar voltada tanto para o grande público e investidores como também para os empresários, que devem aceitar melhor esse mercado como fonte de recursos e de pressões para melhoria da eficiência.

O objetivo de todas as medidas deve sempre ser: (i) o aumento da liquidez, (ii) a melhoria da transparência e disseminação das informações e (ii) a facilidade de acesso ao mercado de capitais. Em última instância, significam a redução do “custo Brasil”.

A T E N Ç Ã O

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