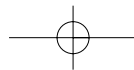
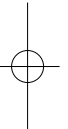
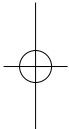


FINANÇAS



Eduardo Knappp/Folha Imagem



Por **Ottoni Fernandes Jr.**, de São Paulo

Mercado engessado

Apesar dos avanços na regulamentação e das melhorias institucionais, as empresas privadas brasileiras não têm acesso ao mercado de capitais para financiar seu crescimento no longo prazo

O ambiente de negócios melhorou muito nos últimos anos: a inflação foi controlada e a política econômica garante muito mais previsibilidade que no passado. Além disso, o arranjo institucional foi aprimorado, com a aprovação da Lei das Falências e com a Reforma do Judiciário, por exemplo. Apesar disso, o mercado de capitais brasileiro continua subdesenvolvido, mesmo em comparação com outros países em desenvolvimento, como o Chile. As empresas brasileiras não conseguem financiar seus projetos de desenvolvimento de longo prazo por meio do mercado de capitais, pois não existe espaço para seus títulos de renda variável (ações) ou para que coloquem títulos, como as debêntures, que possam alavancar recursos a custos menores do que o crédito bancário. O mercado de títulos privados securitizáveis, mediante notas promissórias garantidas por vendas já realizadas, apenas engatinha. Sem acesso ao financiamento através do mercado de capitais, fica difícil para as empresas e para a economia alcançar um crescimento sustentado, e o movimento é cheio de solavancos, como fica evidente na trajetória do Produto Interno Bruto (PIB): o crescimento em 2005 deve ficar entre 2%

e 3%, inferior à economia mundial, após uma expansão de 5% em 2004.

As estatísticas da Federação Mundial das Bolsas de Valores para 2004 ilustram a debilidade do mercado de capitais existente no Brasil. O valor total de todos os tipos de título que as empresas usam para captar recursos foi de modesto 0,6% do PIB, muito atrás dos 11,3% no Chile ou de 38,2% na Malásia (leia tabela na pág. 18). Reinam soberanamente no mercado de capitais brasileiros os títulos da dívida pública, que os diversos níveis de governo emitem para cobrir seus déficits, acumulados nos anos em que gastavam mais do que arrecadavam: segundo a Federação, o saldo dos títulos públicos representava 44,7% do PIB em 2004, perdendo para os Estados Unidos, com 47,1% do PIB – mas capaz de financiar o endividamento no longo prazo –, e batendo de longe o Chile (19,6%) e o México (22,6%).

Para piorar, a dívida pública brasileira é de curto prazo, o que contribui para manter em patamares elevados a taxa de juro, tornando a conta salgada para as empresas que são obrigadas a recorrer ao crédito bancário, cujo saldo, no Brasil, era equivalente a 25,2% do PIB em 2005. Em países desenvolvidos, os empréstimos bancários asseguram recur-

sos de longo prazo para as empresas, a um custo que pode ser coberto pela rentabilidade dos negócios. É o caso do Japão, onde o crédito bancário equivalia em 2004 a 94,4% do PIB, ou dos países da área do euro, com 104% do PIB. O mercado acionário brasileiro, apesar de ter crescido nos últimos cinco anos, ainda está em fase inicial se comparado a outros países emergentes, pois o valor total das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) foi de 104 bilhões de dólares em 2004, e perde para a Turquia, com 147 bilhões de dólares, e, de longe, para a China, onde as bolsas giraram 517 bilhões de dólares em 2004.

“O mercado de capitais é fundamental para financiar o crescimento econômico, mas no Brasil a única fonte de recursos de longo prazo é o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)”, afirma Paulo Levy, diretor de Assuntos Macroeconômicos do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea). Para ele, a elevada taxa de juro inibe o mercado acionário e de títulos de empresas privadas, deixando-as reféns dos bancos. De fato, é reduzido o número de empresas de capital aberto negociadas na Bovespa, embora o valor do capital total tenha crescido: em 1995,

O número de empresas com ações negociadas na Bovespa caiu de 543 em 1995 para 343 em 2005,

existiam 543 empresas inscritas nas bolsas de valores brasileiras, com capitalização (valor total das ações negociadas em bolsas de valores) de 148 bilhões de dólares; no ano passado, 343 empresas estavam listadas (leia tabela na pág. seguinte), mas o valor total de seu capital chegou a 493 bilhões de dólares, 233% superior ao de dez anos atrás, de acordo com dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), organismo ligado ao Ministério da Fazenda, encarregado de regular o mercado de capitais no Brasil.

“O mercado acionário brasileiro é fraco porque as empresas têm medo de assumir riscos no próprio país, mas vão ao mercado norte-americano para lançar seus títulos”, sustenta Sérgio Wegelin Vieira, diretor da CVM. De fato, até o final do ano passado, 100 empresas brasileiras de primeira linha tinham captado 75 bilhões de dólares nos Estados Unidos com o lançamento de American Depositary Receipts (ADRs) por bancos norte-americanos, títulos de dívida privada garantidos por suas ações. As empresas fecham o capital no Brasil e alegam que faltam investidores. Esses, por sua vez, reclamam que faltam títulos de renda variável (ações) de boa qualidade. É o “paradoxo de Tostines” aplicado ao mercado acionário. Vieira, da CVM, reconhece que muita gente hesita em investir em ações no Brasil porque o controle das empresas é muito concentrado e os acionistas minoritários, que possuem ações preferenciais (sem direito a voto), ainda não têm direitos iguais aos dos detentores de ações ordinárias (que podem votar nas assembleias das empresas). Para Alfried Karl Plöger, presidente da Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca), os investidores brasileiros querem o melhor dos mundos, pois “adorariam ter um mercado de títulos de renda variável com as mesmas garantias oferecidas por títulos de renda fixa, quando assumir riscos é um componente básico do mercado acionário”.

Controle O aparato legal do mercado de ações melhorou com as mudanças feitas por projeto de lei em 2001, lembra Vieira da

Valor negociado nas principais bolsas de valores em 2004

(em US\$ bilhões)

Nova York	11.618,1
Nasdaq	8.767,1
Alemanha	1.541,1
Itália	969,2
China	517,3
Coréia do Sul	488,4
Índia	378,7
África do Sul	161,0
Turquia	146,6
São Paulo	103,9
Santiago	12,1
Buenos Aires	4,8
Total mundial	42.121,5

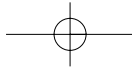
Fonte: Federação Mundial das Bolsas de Valores

CVM. Entre elas está a garantia de que detentores de ações preferenciais possam vender suas ações por 80% do valor pago aos acionistas controladores na transferência de controle de uma empresa de capital aberto. Mas isso ainda não é suficiente para atrair, por exemplo, investidores institucionais brasileiros e do exterior para as bolsas de valores. No Brasil, os ativos dos fundos de pensão e seguradoras representavam 14,5% do PIB em 2005, muito menos do que em outros países em desenvolvimento: 68% do PIB no Chile e 135% do PIB na África do Sul, onde funcionam como sustentáculos do mercado acionário. A maior fatia dos ativos dos fundos de pensão vai para os fundos mútuos de investimento, que reuniam 10,5 milhões de cotistas e tinham ativos de 329 bilhões de dólares em 2005, mas seus gestores também evitam aplicações de risco ou de longo prazo, pois 71% dos ativos estavam direcionados para títulos de renda fixa, na maioria de curto prazo, e apenas 7% estavam colocados em ações. Nos Estados Unidos, os fundos mútuos, as seguradoras e os fundos de pensão garantem o vigor do mercado acionário, em que o valor total das

ações (capitalização) das companhias listadas apenas na bolsa de Nova York somava o estonteante valor de 11,6 trilhões de dólares (leia tabela ao lado).

Transparência A importância da proteção aos acionistas minoritários fica evidente pela postura dos fundos de investimento estrangeiro que aportaram no mercado acionário brasileiro. Eles hesitam em aplicar no mercado acionário tradicional e dão preferência às ações inscritas no Novo Mercado da Bovespa, criado em 2001, que inclui 18 empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e transparências adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. Uma delas é a igualdade de tratamento para detentores de ações ordinárias e preferenciais. “Os investidores estrangeiros vêm comprar no Novo Mercado porque têm seus direitos assegurados e devido às boas práticas de governança das empresas listadas”, sustenta Raymundo Magliano Filho, presidente da Bovespa. De fato, os investidores estrangeiros compraram 75% das ações que a Gol Transportes Aéreos colocou no Novo Mercado em 2004 e 86% do volume lançado pelas Lojas Renner em 2005. O poder de atração do novo mercado contribuiu para que o saldo líquido (compras menos vendas) das aplicações estrangeiras na Bovespa chegasse a 2,4 bilhões de dólares em 2005, com crescimento de 390% sobre o movimento líquido de 1995, de acordo com as estatísticas da CVM. A Natura, uma das empresas líderes do mercado de cosméticos e produtos de beleza, também abriu o capital em 2004 e suas ações foram disputadas pelos investidores do Brasil e do exterior.

Vieira, da CVM, considera o Novo Mercado um bom exemplo de auto-regulação, uma forma que o mercado encontrou para contornar as limitações da legislação, mas lembra que o sistema regulatório brasileiro avançou bastante graças, por exemplo, à Lei de Falências, que está de acordo com os padrões vigentes nos países desenvolvidos. O Relatório sobre Estabilidade Financeira



mas o valor de seu capital na bolsa subiu, no mesmo período, de 148 para 493 bilhões de dólares



Sommer Andrey

Magliano, da Bovespa: empresas do novo mercado garantem direitos dos minoritários

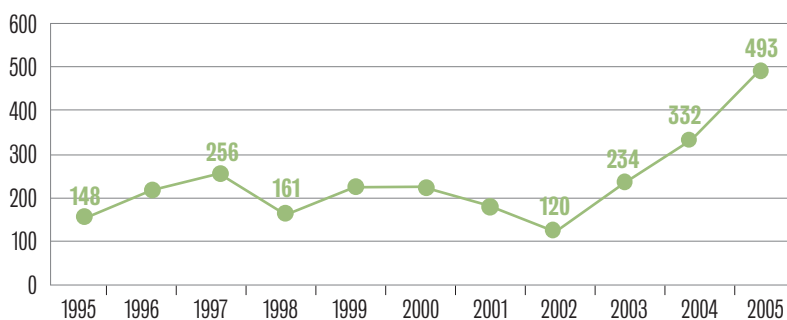
Global do Fundo Monetário Internacional (FMI), publicado em setembro do ano passado, considera fundamental para fortalecer o mercado de capitais nos países emergentes a existência de uma boa legislação que regulamente a falência das empresas, “que defina com clareza os direitos dos credores e a responsabilidade de quem contratou o crédito”.

Súmula A lentidão da Justiça brasileira, especialmente no julgamento de questões negociais, limita a atratividade do mercado de capitais para os investidores. A Reforma do Judiciário do final de 2004 aprovou o mecanismo da súmula vinculante, que obriga os juízes de instâncias inferiores a seguir as decisões do Supremo Tribunal Federal em assuntos semelhantes. O mecanismo pode tornar mais rápida a tramitação dos processos, mas ainda faltam entrar em vigor medidas complementares, como a aprovação de alterações no Código de Processo Civil, que permitem acelerar o processo decisório na resolução de conflitos, principalmente na cobrança de dívidas judiciais, com a unificação do processo de sentença e execução. Está parado na Câmara dos Deputados um projeto de lei que propõe mudanças na legislação contábil brasileira, colocando-a em sintonia com a existente nos países desenvolvidos. Essa padronização é considerada essencial por Magliano, da Bovespa, para dar mais transparência aos resultados das empresas, o que contribuirá para atrair investidores estrangeiros.

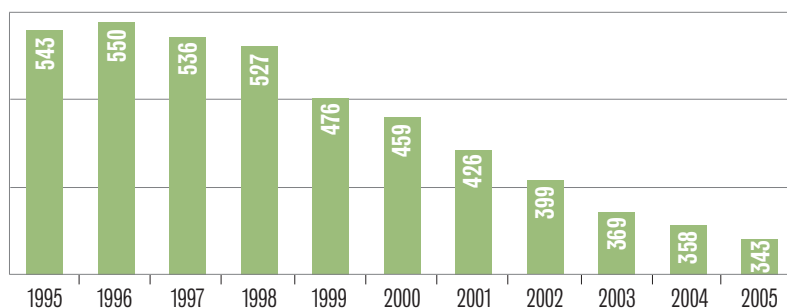
Ao criar o Novo Mercado, a Bovespa também tinha como objetivo contornar os problemas de ineficiência e lentidão do sistema judicial brasileiro. Para tanto, foi criada uma Câmara de Arbitragem, de caráter privado, para resolver conflitos entre acionistas e controladores. No entanto, Plöger, da Abrasca, lembra que muitas empresas reutam em aderir ao Novo Mercado porque ainda não existe uma jurisprudência firmada para as decisões da Câmara Arbitral, embora reconheça que esse organismo pode encurtar os caminhos nos casos de conflito e reduzir os custos judiciais.

Evolução da Bovespa (em US\$ bilhões)

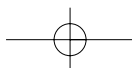
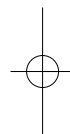
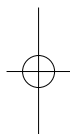
O valor capitalizado cresceu...



...mas o número de empresas caiu



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM)



É necessária a criação de um cadastro positivo de empresas revelando quem é bom pagador

Retrato do mercado de capitais em 2004

(em % do PIB)

	Valor dos títulos emitidos			Capitalização de mercado	Valor do crédito bancário
	Governo	Financeiras	Empresas		
Malásia	38,4	13,9	38,2	161,3	104,7
Estados Unidos	47,1	94,4	22,0	129,0	45,8
Coréia do Sul	22,8	31,5	21,1	56,9	80,4
Japão	141,0	25,6	16,3	78,5	94,4
Chile	19,6	10,2	11,3	114,8	56,8
Área do Euro	53,6	29,8	10,0	54,6	103,9
Argentina	5,8	3,4	6,4	30,7	10,4
África do Sul	32,1	5,0	5,8	186,5	72,6
México	22,6	0,8	2,7	25,4	14,3
Rússia	3,3	-	1,5	44,3	23,7
China	17,4	11,1	0,7	38,8	140,5
Brasil	44,7	10,8	0,6	50,0	25,2
Índia	34,2	0,2	0,4	56,4	36,9

Fonte: Federação Mundial das Bolsas de Valores

Outra mudança que é cobrada pelos analistas e investidores é a criação de um cadastro positivo das empresas que revele quem é bom pagador. Esse é mais um item que está parado na Câmara dos Deputados. O Brasil possui um bom aparato de empresas que fazem a verificação do cadastro de pessoas jurídicas, mas não fornece um histórico nem garante segurança para quem faz negócios porque os registros negativos são apagados quando o devedor liquida o débito. Para Levy, do Ipea, a informação é um elemento vital para que os investidores façam suas opções.

Mesmo com todo o esforço interno, a expansão do mercado de ações e títulos de dívida privados esbarra no cenário macroeconômico, sobretudo na elevada taxa de juro praticada para garantir o financiamento da dívida pública. O diretor da CVM reconhece tal problema, mas defende que as condições macroeconômicas melhoraram bastante nos últimos anos, pois a dívida pública deixou de crescer graças aos superávits primários (receitas menos despesas, antes do pagamento dos juros da dívida pública) conquistados pelos três níveis de

governo. Além disso, ressalta Vieira, o Brasil tem um dos mais modernos sistemas de pagamento do mundo, o que permite a transferência imediata de recursos entre contas bancárias. Magliano, por sua vez, garante que o sistema de liquidação e custódia da Bovespa está dentro dos melhores padrões mundiais.

Resistência Na opinião de Plöger, da Abrasca, mudanças no sistema tributário poderiam beneficiar o mercado acionário brasileiro, e ele propõe que não sejam cobrados impostos quando um investidor compra ações para vendê-las no curto prazo, a exemplo do que foi feito no mercado de imóveis. Magliano, da Bovespa, concorda com essa proposta, que serviria também para atrair para as bolsas de valores os pequenos investidores, mas reconhece que será difícil vencer a resistência da Receita Federal. O presidente da Abrasca considera essencial democratizar o acesso dos pequenos investidores ao mercado acionário, pois isso ajudaria a melhorar a liquidez. Uma das formas para realizar essa façanha seria permitir que os empregados aplicassem no mercado de

ações parte do saldo depositado no Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). No entanto, ele admite que será difícil superar a legítima oposição do mercado imobiliário, que tem nos recursos do FGTS a principal fonte de financiamento da casa própria.

Incentivos tributários podem fortalecer o mercado de capitais, mas é importante a existência de um conjunto claro de regras que regulem as negociações com os diversos tipos de título privado. Para Vieira, da CVM, os marcos regulatórios para todos os tipos de aplicação estão claramente definidos. Assim, existem bons produtos, mas ainda não há mercado, especialmente para títulos da dívida de empresas. Para ele, falta ousadia por parte das próprias empresas, que não usam os valores que têm para receber para alavancar capital e continuam recorrendo a mecanismos tradicionais, como o desconto de duplicatas, sem dar atenção a formas inovadoras de captação, como os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) ou fundos de recebíveis. Esses fundos estão plenamente regulamentados pela CVM desde 2002 e permitem que pelo menos 50% de seu patrimônio seja aplicado em títulos lastreados por valores a receber por empresas dos segmentos financeiro, comercial, industrial, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços. O saldo dos FIDC, segundo Vieira, atingiu 3 bilhões de dólares no final de 2005, o que ainda é muito pouco, pois representa apenas 10% dos demais tipos de título da dívida das empresas, ou 0,7% do saldo dos títulos públicos. Para ele, o BNDES poderia fortalecer substancialmente esse segmento do mercado se atuasse como principal cotista de alguns dos fundos já existentes.

Enfim, ousadia, criatividade e fortalecimento institucional são essenciais para que o mercado de capitais brasileiros saia da adolescência e ganhe envergadura, mas será preciso resolver o dramático problema de financiamento da dívida pública brasileira, cujo total caiu de 63,6% do PIB em setembro de 2002 para 50,9% em novembro do ano passado, mas ainda é um entrave para o fortalecimento da economia. **d**