



UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE MERCADO DE CAPITAIS E DESENVOLVIMENTO

João Ricardo Santos Torres da Motta

Consultor Legislativo da Área IX
Política e Planejamento Econômicos, Desenvolvimento Econômico, Economia
Internacional, Finanças em Geral

ESTUDO

JANEIRO/2001



Câmara dos Deputados
Praça dos 3 Poderes
Consultoria Legislativa
Anexo III - Térreo
Brasília - DF

© 2001 Câmara dos Deputados.

Todos os direitos reservados. Este trabalho poderá ser reproduzido ou transmitido na íntegra, desde que citados o(s) autor(es) e a Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados. São vedadas a venda, a reprodução parcial e a tradução, sem autorização prévia por escrito da Câmara dos Deputados.

UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE MERCADO DE CAPITAIS E DESENVOLVIMENTO

João Ricardo Santos Torres da Motta

A criação de condições adequadas para o estabelecimento de uma trajetória de desenvolvimento econômico sustentado é o grande desafio dos formuladores de política econômica. O tema é complexo, porque envolve necessariamente inúmeras dimensões de atuação, que transcendem meramente os instrumentos de política econômica tradicionais, centrados na administração consistente das políticas monetária e fiscal.

Esta complexidade se traduz na necessidade de acomodação de distintos objetivos, nem sempre compatíveis em um dado instante de tempo. Aspectos de natureza política e institucional interagem com condicionantes econômicas e sociais, influenciando as decisões dos agentes econômicos sobre o quanto e onde investir, bem como as suas expectativas de retorno e sua confiança no futuro. A percepção sobre a estabilidade da economia, a clareza de regras institucionais, a existência de oportunidades de negócio, o domínio da tecnologia e a disponibilidade de instrumentos financeiros adequados para a alocação eficiente de capital são fatores que concorrem para a expansão da atividade econômica ao longo do tempo, compondo uma relação dinâmica e sinérgica que não se esgota a partir da ação de um conjunto determinado de políticas, mas exige constante adequação e atenção fundamental aos aspectos de consistência dessas políticas.

Em países emergentes, como o Brasil, o desafio tem sido ainda maior. Os desequilíbrios fiscais crônicos e estruturas institucionais inadequadas contribuíram para um longo período de instabilidade econômica e de proliferação de incertezas, afugentando o capital externo e inviabilizando a consecução de um processo de crescimento continuado. A árdua tarefa de reconstrução vem ocupando a agenda política do País, concentrada na consolidação da estabilização e nas reformas estruturais do Estado.

A rigor, houve avanços significativos neste sentido. A criação de um ambiente macroeconômico estável, a abertura da economia, a desestatização, bem como as reformas previdenciária e administrativa trouxeram bases mais sólidas para a consecução de um processo de crescimento sustentável. De outra parte, a transição para um regime cambial flexível, a partir de um sólido ajuste das contas públicas e a flexibilização das taxas de juros permitiram o vislumbre de um cenário mais favorável aos investimentos.

Os desafios do desenvolvimento em um mundo globalizado, no entanto, transcendem os avanços no campo econômico. O progresso tecnológico e a eficiência do capital humano são, cada vez mais, fatores restritivos para a inserção competitiva dos países no cenário mundial. Em outras palavras, a produtividade passou a ser a palavra de ordem para a compatibilização entre crescimento e estabilidade.

Fatores que estimulem o crescimento da produtividade, portanto, passam a ser a prioridade de uma agenda de desenvolvimento para o País. O investimento na reorganização do sistema educacional e no treinamento e reciclagem de mão-de-obra é de vital importância para a adequação do capital humano às novas oportunidades de uma economia em rápida transformação. A reforma do sistema tributário torna-se crucial para reduzir as distorções sobre o sistema econômico e permitir a alocação mais produtiva do investimento. Finalmente, um mercado de capitais robusto passa a ser um mecanismo fundamental para a formação e alocação de capital de forma eficiente e no montante adequado para o financiamento do crescimento econômico.

Um mercado de capitais forte não pode coexistir com a instabilidade econômica. Entretanto, apesar de necessária, a estabilidade não é condição suficiente para garantir, por si só, sua existência. A reforma do mercado de capitais é imperativa para moldar um arcabouço institucional adequado à realidade do fluxo de capitais globalizado e às necessidades da moderna empresa competitiva, sujeita às condicionantes de uma escala global de produção e comercialização, bem como a uma estrutura de financiamento muito mais sofisticada.

Um mercado de capitais mais forte, portanto, traz benefícios diretos para a atividade econômica. Primeiro, aumentam as alternativas de financiamento do investimento, bem como reduz-se seu custo, o que, de forma combinada, significa mais crescimento efetivo. Em segundo lugar, eleva-se a competitividade da economia como um todo.

De fato, uma das tarefas primordiais do mercado de capitais é a distribuição de risco entre os capitalistas. Os modernos instrumentos financeiros, como os derivativos, em um mercado sólido, criam alternativas de diluição de risco de atividades produtivas para mercados especulativos, reduzindo o risco financeiro destas atividades, o que estimula o processo de inovação tecnológica, intensivo em capital. Similarmente, maiores escalas de produção têm exigido a fusão de companhias, o que depende necessariamente de liquidez no mercado acionário, para que as ações mantenham o seu valor no processo de troca. As parcerias, caracterizadas pelo aporte conjunto de capital de risco em um dado empreendimento, similarmente, dependem de um mercado de capitais forte que garanta liquidez suficiente para a efetivação da abertura de capital, bem como de uma boa porta de saída no caso de dissolução da parceria. Enfim, um mercado de capitais mais eficiente garante maior competitividade para as empresas em geral.

De outra parte, um sistema financeiro sólido garante menor vulnerabilidade da economia às crises financeiras. Com efeito, a aversão ao risco das instituições financeiras eleva-se consideravelmente nos períodos de desaceleração econômica, o que pode ser ainda mais agravado, caso parem desconfianças sobre o sistema financeiro como um todo.

Finalmente, há forte correlação entre um mercado de capitais forte e a solvência dos fundos de pensão. A rigor, a existência de melhores alternativas de investimento permite aos gestores dos fundos previdenciários obterem maior retorno na carteira, reduzirem seu risco e aumentarem a credibilidade dos fundos, o que resulta em melhores aposentadorias.

No caso brasileiro, várias são as modificações que poderiam trazer avanços para o mercado de capitais. Em primeiro lugar, é urgente uma reforma tributária que reduza as distorções sobre a formação de capital. Em particular, a CPMF, que incide sobre transações financeiras, cria enorme custo para as operações em bolsa de valores, reduzindo a competitividade do mercado de capitais brasileiro. Além disso, as altas taxas de juros inibem o crescimento das operações de crédito, encarecendo a capitalização das empresas.

Do ponto de vista institucional, seria importante o estímulo aos fundos previdenciários, instrumento importante a nível mundial para o estímulo à poupança de longo prazo e para alocação de capital na economia produtiva. De fato, a participação dos fundos de pensão no PIB é ainda incipiente no Brasil vis à vis os países mais desenvolvidos.

Finalmente, cabe grande discussão sobre a difusão de princípios de Governança Corporativa, ou seja, de instrumentos que permitam um maior controle dos acionistas sobre os destinos da empresa na qual investem, especialmente diante de uma presença mais acentuada dos fundos de pensão no mercado de capitais.

Um outro ponto relevante no caso brasileiro é a necessidade de mudanças na Lei das Sociedades Anônimas, criada em 1976 e sujeita a um razoável descompasso em relação ao que se mostra necessário nos dias de hoje. De fato, naquele momento, havia a necessidade de fortalecimento do empresário nacional, bem como de estímulo aos financiamentos, sobretudo os de fonte pública. O enfoque era primordialmente o do mercado interno e a tributação não era sujeita a limites tão estreitos.

Atualmente, o mercado ganhou uma escala global e há a necessidade de se integrar vários atores diferenciados. Os investidores em geral são mais conscientes dos seus direitos e os investidores institucionais assumiram papel bem mais importante. As fontes de financiamento público se restringiram muito e o financiamento privado é a regra. Finalmente, a demanda por transparência reforçou o papel das agências de análise de risco, que atuam de forma extremamente vigilante.

Não obstante, a construção e aprovação de uma mudança na Lei das S.A é tarefa complexa. Em primeiro lugar, é preciso ressaltar a existência de um falso dilema que envolve o tema. O cerne da questão não é o conflito entre controladores e minoritários, mas o dilema entre controlar escondendo informações básicas versus crescer com rapidez. O objetivo principal de uma mudança na lei, portanto, seria o de aumentar a percepção de respeito entre companhia e acionistas e assim aumentar o valor da companhia em benefício de todos.

Um primeiro ponto nessa direção seria acentuar a transparência e a confiabilidade das informações. Isto envolveria diversas modificações, como estimular maior participação de minoritários e preferencialistas nos conselhos de administração e fiscal, dar maior independência aos auditores, fortalecer o papel da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, especialmente no que tange ao poder de exigir melhor preparação e divulgação prévia para as assembleias de acionistas, e garantir o aperfeiçoamento e padronização das práticas contábeis.

Seria igualmente importante melhorar a administração de conflitos. Para tal, caberia a definição, em estatuto, de uma entidade que pudesse arbitrar conflitos sem a interferência da Justiça. Outra modificação nesse sentido seria possibilitar aos acionistas com 10% do capital social a faculdade de propor que a assembléia delibere pela existência de conflito de interesses em determinadas matérias. Finalmente, caberia a criação de mecanismos para reforçar juridicamente o acordo de acionistas.

Outro ponto relevante seria o de se estimular a entrada no mercado de capitais, a partir da criação de garantia de não exploração no momento do fechamento de capital, a instituição de cláusula de tag-long na hipótese de venda de controle e reforço ao papel da CVM.

O estímulo ao aumento da participação de ações ordinárias e o fortalecimento das vantagens econômicas dos preferencialistas é aspecto importante para constar da nova lei. Isto envolve a criação de limite máximo de 50% para as novas companhias, o estímulo à abertura de empresas fechadas, uma política de preferências mais clara e maior facilidade para o preferencialista adquirir direito de voto.

Ademais, seria importante um movimento no sentido de criminalizar as condutas inadequadas ao mercado de capitais, de fortalecer e facilitar o mecanismo de emissão de debêntures, de conferir maior flexibilidade normativa por parte da CVM, bem como de facilitar o acesso ao mercado por parte de certas companhias.