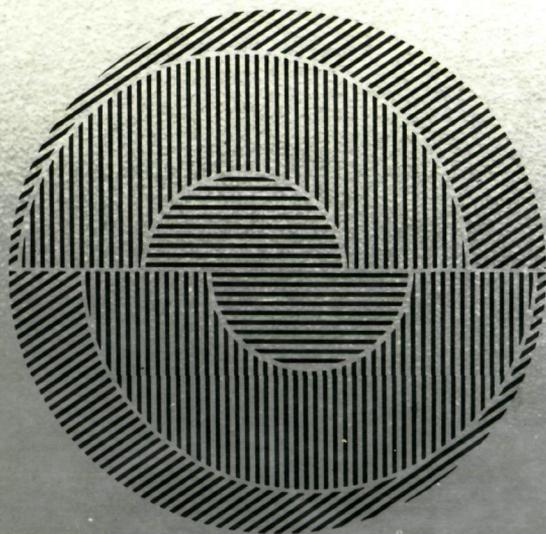


REVISTA DE INFORMAÇÃO LEGISLATIVA



SENADO FEDERAL • SUBSECRETARIA DE EDIÇÕES TÉCNICAS

ABRIL A JUNHO 1989

ANO 26 • NÚMERO 102



Novos rumos para a internacionalização do mercado de capitais

ARNOLDO WALD

Na presente fase da nossa história econômica, no momento em que pretendemos reduzir o papel do Estado e combater o *deficit* público, a utilização do mercado para garantir o crescimento do País é a solução mais adequada e consagrada por toda a sociedade.

No mundo prevaleceu, até 1930, a idéia de uma economia de mercado sem limites, que ensejou a crise de 1929 e a reação intervencionista, que perdurou com a 2.^a Guerra Mundial e até a década de 1970. Atualmente, depois da tese e da antítese, chegamos ao momento da síntese. Reconhecemos que existem falhas no mercado, que nem sempre é perfeito, embora tenda a sê-lo, na maioria dos casos. Por outro lado, há falhas na regulamentação e na intervenção, sendo estas, todavia, necessárias em determinadas situações. A privatização, a desestatização e a desregulação são tendências que revelam uma maior ênfase dada ao mercado e uma redução substancial do papel do Estado na sociedade, corrigindo as falhas tanto do mercado quanto da intervenção estatal.

Na realidade, os mercados perfeitos ou quase perfeitos são os competitivos, nos quais a concorrência racional enseja maior flexibilidade e

possibilidade de mudança, o que não ocorre no caso dos monopólios de fato e de direito. Mas o funcionamento adequado do mercado tem certas premissas, como a igualdade de tratamento de todos e a difusão plena das informações. Sempre que ocorrem desequilíbrios nos níveis de informação, os mercados deixam de ser eficientes e a regulamentação deve corrigir as eventuais desigualdades criadas.

A política governamental cabe, pois, desenvolver as técnicas adequadas para corrigir as falhas do mercado, sem incorrer nas falhas da regulamentação excessiva ou descabida.

Afirmou-se, recentemente, o paradoxo de estarmos num mundo em que a economia vai bem e as finanças vão mal. Trata-se, portanto, de compatibilizar os ritmos da economia e das finanças, fazendo com que estas se enquadrem no desenvolvimento econômico mundial, transformando a atual incerteza e insegurança numa relativa estabilidade, sem inflação e sem oscilações monetárias internacionais. Precisamos restabelecer a perenidade das unidades de conta e dos padrões monetários. Não se pode continuar a viver normalmente, durante muito tempo, num mundo, ou num país, no qual a moda deixa de cumprir a sua função básica de medida de valor e de denominador comum dos bens produzidos e negociados pela sociedade.

Atualmente, o objetivo prioritário do Brasil deve concentrar-se na luta contra a inflação e o *deficit*, que a provoca, e neste empenho pelo corte de despesas e pela criação de riquezas, contamos com o mercado de capitais para drenar recursos para as empresas, criar empregos e ensejar investimentos e lucros que garantirão os reinvestimentos de amanhã, como já foi salientado por um estadista alemão.

Todo o problema brasileiro, neste momento, pode ser resumido na necessidade de combater a inflação e de adequar os investimentos às necessidades e possibilidades da economia brasileira. O grande mercado para colher os recursos e dar-lhes a devida liquidez é o mercado de capitais.

Num momento de penúria nacional, é evidente que é mais oportuno obtermos investimentos de risco do que financiamentos a médio ou longo prazo. Estes, além de não estarem disponíveis atualmente, ensejam sempre uma remuneração fixa, independente do lucro dos empreendimentos, que os torna especialmente onerosos na fase de implantação. Assim sendo, im-

põe-se o desenvolvimento acelerado do nosso mercado de capitais como condição do crescimento econômico do Brasil.

O Governo Federal tem dado às empresas e ao mercado de capitais todo o apoio possível. A nova política industrial e a abertura da economia, sob todas as suas formas, inclusive importações, realizações de *joint venture* etc. constituem uma das maiores revoluções da política econômica brasileira.

No tocante ao mercado de capitais, foram tomadas medidas fiscais para facilitar os investimentos de dinheiro novo no mercado, baixando-se uma regulamentação específica para esta matéria e para os fundos de conversão. A sociedade de participação mereceu uma regulamentação própria da CVM e do Banco Central.

Nos projetos de lei sobre o imposto de renda, foi realizado, em parte, o velho sonho do Professor Otávio Gouvêa de Bulhões de evitar a dupla tributação da empresa e do acionista em relação ao mesmo lucro. Um regime fiscal especial está sendo cogitado para as empresas abertas com participação de empregados, numa modalidade que tem obtido sucesso nos Estados Unidos e que tem incontestável interesse social. Em relação às próprias operações de Bolsa, foi encontrado, na tributação em valor reduzido pelo IOF, uma fórmula eqüitativa, que não deve perturbar o mercado.

A privatização abre, por sua vez, novos horizontes para o mercado de capitais. Os princípios que orientam a Medida Provisória n.º 26 são a transparência, o atendimento ao interesse nacional, a flexibilidade nas modalidades operacionais e a participação de empregados e de pequenos acionistas, sempre que possível. Já é a política adotada, *grosso modo*, pelo BNDES nas suas reprivatizações. Nas operações a serem realizadas no futuro, pretende-se usar a conversão da dívida, o sistema financeiro e de distribuição e fazer os leilões em Bolsa, privatizando-se não só a fase de consultoria, mas também a de lançamentos e subscrições das ações, mediante utilização das instituições de mercado. Haverá assim viabilidade de multiplicar, várias vezes, a nossa capitalização em Bolsa, mediante o ingresso de novas ações e de novos recursos, que podem representar até alguns bilhões de dólares por ano.

Existe uma preocupação válida do mercado quanto aos lançamentos de ações e debêntures de empresas mistas no mercado. A Comissão de Valores Mobiliários tem examinado as dificuldades decorrentes das dimen-

sões, algumas vezes gigantescas, das novas emissões de debêntures de sociedades de economia mista diante da relativa limitação dos recursos do mercado. É um problema que deve ser examinado, mas não se pode esquecer a importância das empresas governamentais no movimento das Bolsas de Valores, nem tampouco a impossibilidade, existente no momento, de injeção de novos recursos públicos para investimento nas estatais.

Para facilitar o acesso às Bolsas das empresas nacionais de controle estrangeiro, o Conselho Monetário Nacional revogou, recentemente, a Resolução n.º 755, que exigia contrapartida em moeda estrangeira. Era uma medida inócua, que estava impedindo o ingresso no mercado ou o aumento de capital de empresas controladas por estrangeiros, numa discriminação que perdeu a sua razão de ser e que não se compatibiliza com a nova Constituição. Abre-se, assim, mais uma perspectiva, que poderá aumentar a presença das subsidiárias das multinacionais, que representam, hoje, cerca de 3% na Bolsa e que são suscetíveis de alcançar cerca de 5 ou 6%, sem afetar, de modo algum, os interesses nacionais, estimulando, outrossim, eventuais *joint ventures* fecundas, no tocante à transferência de tecnologia e até a conquista de novos mercados externos. As empresas brasileiras controladas por capitais estrangeiros, depois de estarem cotadas nas Bolsas Nacionais, também poderão registrar-se e negociar as suas ações no exterior, eventualmente, no país de origem de seus controladores, ensejando, assim, uma maior presença dos títulos brasileiros nos principais mercados do mundo.

Finalmente, a criação do banco múltiplo ofereceu às corretoras a possibilidade legítima de sua transformação em instituição financeira, podendo, conforme o seu capital, alcançar o nível de banco e abrindo, assim, um sistema de vasos comunicantes entre os mercados de capitais e financeiro.

Já tive a oportunidade de assinalar a importância que a conversão representou para o Brasil, em geral, e para o mercado de capitais, em particular. As empresas abertas e os fundos receberam cerca de 500 milhões de dólares de recursos decorrentes de conversão e mais de 200 milhões de dinheiro novo. Assim sendo, mais de 700 milhões de dólares ingressaram no mercado de capitais e, em virtude dos leilões, outros 700 milhões beneficiaram as empresas incentivadas, que hoje também passaram a integrar o mercado, avaliando-se, pois, em quase um bilhão e meio de dólares a contribuição internacional para o nosso mercado em 1988.

Penso que, com os recursos da conversão, do dinheiro novo e da privatização, poderemos dar novas dimensões às Bolsas de Valores e ao mercado de capitais, seguindo o exemplo da França e da Inglaterra que, em poucos anos, aumentaram substancialmente o valor da capitalização em Bolsa e o número de acionistas.

Na realidade, devemos passar da “era da dívida” para a da participação acionária e, aos poucos, transferir para o mercado de capitais recursos externos e internos hoje investidos em papéis de renda fixa.

Nada impede que, num futuro próximo, tenhamos um mercado de capitais com não mais de trinta bilhões de dólares, mas de duzentos ou trezentos bilhões. O investimento externo em ações brasileiras pode, pois, ser um dos meios de solução da dívida externa, além de constituir importante instrumento para novos investimentos no País.

Na realidade, o nosso mercado representa menos de 10% do PIB, quando em outros países alcança 60 e até 80%, o que justifica a nossa previsão de um crescimento que nos coloque na posição das economias mais desenvolvidas.

No mundo do investimento global, no qual numerosas ações estrangeiras estão sendo negociadas em Londres, Nova Iorque, Tóquio e Paris, não há razão para que o nosso mercado se situe proporcionalmente em valores inferiores aos de Singapura, Malásia, Jordânia e Taiwan. Em algarismos absolutos, a capitalização em Bolsa brasileira é inferior à de Hong Kong, da Coreia do Sul e até de Luxemburgo, o que não se explica.

Mesmo comparando o PIB brasileiro com o de outros países, chegamos à conclusão de que não se justifica que o nosso mercado represente 1% do americano ou do japonês, podendo, para manter a proporção adequada, multiplicar-se por oito ou dez, alcançando os níveis acima referidos.

Em 1987, os investimentos em ações estrangeiras realizados no mundo inteiro alcançaram 1,3 trilhão de dólares. Se o Brasil pudesse receber 1% deste investimento internacional — o que constitui uma meta modesta — teríamos a possibilidade de um aumento de recursos anual de 13 bilhões de dólares, ou seja, cerca de 40% do nosso mercado. Tal ingresso teria um incontestável efeito multiplicador sobre os próprios recursos nacionais colocados no mercado.

Estes números não são produtos da imaginação e da fantasia, mas defluem de estudos publicados pela IFC e se comprovam pela rápida subscrição das ações do Fundo Brasil. Outros vinte fundos privados estão hoje captando recursos no exterior para o mercado brasileiro.

Mas o sucesso do mercado de capitais depende não só da política de governo, mas, ainda, e basicamente, da credibilidade do mercado, da adequada auto-regulação, da fiscalização a ser realizada pelas Bolsas, dos Códigos de Conduta de empresas abertas e dos investidores, das Bolsas e das corretoras. O mundo da Bolsa anda sacudido por escândalos; em Paris, em Nova Iorque e nos mercados emergentes da Ásia. Em todos os lugares, sente-se a necessidade de evitar manipulações e operações de iniciados. Neste sentido, é indispensável a colaboração entre as Bolsas e as autoridades administrativas para salvaguardar o bom nome e a imagem do mercado de ações.

Por iniciativa da CVM, o Ministério da Fazenda já remeteu ao Presidente da República anteprojetos de lei, com a finalidade de reprimir, no plano civil, administrativo e penal, as operações irregulares e as fraudes de mercado. Mas a repressão de pouco adiantará, se não for complementada por medidas preventivas que o mercado pode e deve tomar.

Se quisermos realmente ter um mercado de capitais em escala internacional, no interesse do sistema e do País, chegou a hora de completarmos o reaparelhamento técnico, que já existe, com uma nova estruturação que atenda aos padrões internacionais da conduta que se exigem de investidores e intermediários.

A CVM e as Bolsas fizeram, neste sentido, um primeiro esforço para evitar a concentração excessiva e caracterizar a responsabilidade dos administradores de carteiras. É um passo importante, mas não suficiente. Chegou a hora de repensarmos o mercado de capitais e o mercado financeiro e, entre ambos, surgiu uma verdadeira simbiose, que não pode ser esquecida nem desprezada.

É o momento de selarmos uma aliança construtiva entre o mercado e os órgãos de Governo para um esforço comum no sentido do fortalecimento e aprimoramento das instituições para que a internacionalização deixe de ser uma providência de efeitos conjunturais ou o sonho de uma noite de verão e se torne uma conquista definitiva e fecunda para o País e um instrumento para que o mercado brasileiro adquira novas dimensões quantitativas e qualitativas.