



1290002539



TCC/UNICAMP K179e



UNICAMP

**Universidade Estadual de Campinas**  
**Instituto de Economia**  
**CE – 851 A – Monografia II**  
**Profa. Maria Alejandra Caporale Madi**

## **Os entraves ao desenvolvimento do mercado de ações no Brasil**

**Aluno: Henry Makoto Kawamura**

**008877**

**Orientadora: Profa. Dra. Maryse Farhi**

**Campinas, junho de 2005**

**TCC/UNICAMP**  
**K179e**  
**IE/02539**

**CEDOC/IE**

## RESUMO

Este trabalho apresenta os principais entraves ao desenvolvimento do mercado de ações brasileiro como um mecanismo eficiente de captação de recursos a baixo custo pelas empresas. São propostas soluções para a superação dos principais obstáculos identificados com ênfase nos impactos da taxa de juros e melhora da Governança Corporativa. Analisam-se os avanços decorrentes da implantação do Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa como importante sinalizador do compromisso das empresas de modo a permitir uma maior valorização e liquidez dos títulos. Na introdução serão apresentadas as principais características do mercado acionário brasileiro e um breve comparativo com diferentes países. O capítulo 1 analisa a importância do mercado de ações para o financiamento das empresas e os principais obstáculos ao seu desenvolvimento potencial tendo em vista as limitações do mercado bancário privado na concessão de crédito a longo prazo. No capítulo 2 serão propostas soluções para os entraves apontados no capítulo anterior, bem como descritos os principais avanços até o fechamento do presente trabalho.

## **ABSTRACT**

This paper presents the main obstacles to the development of the Brazilian stock market as an efficient mechanism of low cost funding for the companies. Solutions are proposed to the main identified obstacles, with emphasis on the impacts of interest rates and improvement of the Corporate Governance. The advances constituted by the creation of the New Market and Different Levels of Corporate Governance are analyzed as important signs of the companies' commitment in order to allow a higher valuation and liquidity of the equities. In the introduction, the main characteristics of the Brazilian stock market will be presented along with a brief comparison with other countries. Chapter 1 analyzes the importance of the stock market to the financing of the companies and the main obstacles to its potential development in view of the limitations of the private banking market in the concession of long term credit. In chapter 2, an analysis will be made of the proposals and solutions for the obstacles identified in the previous chapter, as well as a description of the main advances to date.

## SUMÁRIO

Introdução .....	06
I – A importância do mercado de ações e os entraves ao seu desenvolvimento no Brasil	09
1. Capitalização relativa e Turnover .....	09
2. Evolução das emissões primárias .....	12
3. ADRs (American Depositoty Receipts): a busca das empresas por maior visibilidade	14
5. A elevada taxa de juros e o efeito “crowding out” .....	21
6. O elevado spread bancário e as causas de sua rigidez .....	21
7. Aspectos históricos e a baixa proteção aos acionistas minoritários .....	23
II – Soluções para o desenvolvimento do mercado de ações brasileiro .....	27
1. A experiência do Neuer Markt alemão .....	27
2. Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa .....	30
3. As mudanças recentes na tributação .....	33
4. Redução sustentável da taxa de juros .....	35
III – Considerações finais .....	36
Referências Bibliográficas .....	38

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Capitalização Relativa .....	09
Tabela 2 - Evolução da capitalização relativa no Brasil .....	10
Tabela 3 - Velocidade de Circulação das ações (turnover) .....	11
Tabela 4 - Emissões primárias de títulos .....	12
Tabela 5 – Emissões x Ibovespa .....	14
Tabela 6 – Evolução do número de ADRs brasileiros .....	17
Tabela 7 - Evolução do número de companhias listadas na Bovespa .....	17
Tabela 8 – Spread bancário no Brasil e no mundo .....	19
Tabela 9 – Crédito doméstico do sistema financeiro para o setor privado .....	20
Tabela 10 – Componentes do spread bancário .....	22
Tabela 11 – Desvantagens da abertura de capital .....	24
Tabela 12 - Grau de proteção ao acionista em diferentes países .....	25
Tabela 13 – Direitos dos acionistas e desenvolvimento do mercado acionário .....	26
Tabela 14 - IPOs na Alemanha .....	28
Tabela 15 - Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa .....	30
Tabela 16 - Distribuição das empresas entre os segmentos de listagem .....	32
Tabela 17 – Incidência da alíquota sob renda variável .....	34
Tabela 18 – Tributação de renda fixa .....	34

## **Introdução: Panorama geral do mercado acionário brasileiro**

Este trabalho busca fundamentar suas proposições a partir das hipóteses dos impactos de uma melhora qualitativa da captação de recursos das empresas privadas via redução do custo do capital e aumento da liquidez através do desenvolvimento do mercado de ações brasileiro como mecanismo eficiente para a viabilização de projetos de investimento. Deve-se levar em conta o contexto decorrente das próprias insuficiências da intermediação bancária, com exceção do BNDES, como elemento gerador de crédito tanto no que toca ao volume quanto ao horizonte temporal de seus empréstimos centrados no curto prazo. Atualmente o BNDES, dadas as limitações na concessão de crédito livre, atua no sentido de mobilizar a poupança privada para a ampliação do mercado de capitais, bem como exigir práticas de Governança Corporativa como critério fundamental para concessão de crédito. A superação dos obstáculos para o desenvolvimento pleno do mercado acionário é condição fundamental para que as empresas de capital aberto possuam condições de competir internacionalmente via acesso ao financiamento de baixo custo através da presença de um mercado secundário doméstico desenvolvido que proporcione a transparência e liquidez necessária aos títulos privados. É o desenvolvimento do referido mercado que poderá criar condições para elevar a base de acionistas e reduzir o prêmio de risco dos papéis.

No Brasil, há uma reduzida participação do mercado acionário como fonte alternativa eficiente e competitiva para a obtenção de recursos, apesar da também reduzida parcela da participação do crédito bancário, em especial nos projetos de longa maturação, para o financiamento dos setores produtivos privados. Assim, a grande maioria das empresas encontra-se à margem das fontes externas de financiamento e dependem exclusivamente dos seus lucros retidos para viabilizar seus projetos de investimento. Para mensurar a magnitude da participação do mercado acionário brasileiro foi utilizada a **capitalização relativa** que é a razão entre o valor do total de ações negociadas no mercado organizado e o PIB do respectivo país. Para medir a liquidez dos títulos foi utilizado o índice **turnover** que é medido pelo volume de transação das ações no mercado secundário em relação ao valor de mercado das empresas listadas.

Os principais obstáculos ao desenvolvimento do mercado acionário brasileiro estão identificados como histórico, macroeconômico e institucional.

Quanto às razões históricas, destaca-se o financiamento público como alternativa de recursos com o objetivo de desenvolvimento setorial sem a necessidade da demonstração de balanço das empresas que acabou por retardar o desenvolvimento do mercado de ações como alternativa de financiamento. Há também o recente passado de economia inflacionária na qual era praticamente impossível obter dados confiáveis do balanço das empresas constituindo um elemento desfavorável para a análise das empresas de capital aberto, além de quebras de contratos decorrentes de planos de estabilização frustrados (congelamentos, mudanças nas regras de indexação e até o confisco de poupança e depósitos).

Dentre os aspectos institucionais serão abordados as reduzidas garantias aos acionistas minoritários, bem como a elevada carga tributária que discrimina as empresas abertas e de modo geral toda economia formal. Há uma baixa liquidez das ações no Brasil em função da baixa disponibilidade das ações ordinárias que ficam concentradas nas mãos dos controladores e somente as ações preferenciais (que não concedem direito a voto) possuem uma liquidez mais acentuada. A existência da categoria de ações preferenciais reflete o caráter nitidamente patrimonialista da maioria das empresas brasileiras que buscam evitar a pulverização do controle acionário que pode ocorrer com um aumento da emissão de ações ordinárias. Assim, a maximização dos ganhos dos controladores pode ocorrer em detrimento da eficiência de ganho da própria empresa, elevando os riscos incorridos pelos acionistas minoritários.

Por fim, o principal componente macroeconômico responsável por inibir o mercado acionário é a elevada taxa de juros básica praticada no Brasil. A manutenção da taxa de juros a patamares acima dos níveis internacionais é explicada pelo histórico endividamento do Estado, de modo que o governo eleva a taxa de juros até o ponto em que se torna inviável ao setor privado disputar os recursos da poupança com os títulos públicos, provocando assim um “crowding-out”, em que os títulos públicos deslocam os títulos privados, pois os primeiros remuneram melhor os seus emprestadores e, sobretudo, possuem um componente de risco menor. Assim a elevada taxa de juros além de aumentar o custo do capital de empréstimo das empresas, acaba por minar as bases para a captação a baixos custos via emissão de títulos privados.

Além disso, os efeitos da própria instabilidade em função da vulnerabilidade da economia brasileira na qual uma parcela do financiamento das empresas (a de curto prazo) é obtida por capitais externos de natureza volátil. Essa volatilidade atrai apostas especulativas de curto prazo e afasta investidores de compromissos de longo prazo também para os capitais internos, principalmente em operações de tesouraria das instituições financeiras. Pesa aqui que a miopia dos investidores nacionais antecede a abertura da conta de capital, já que o processo inflacionário impedia investimentos não indexados e horizontes mais longos.

Tendo em vista os principais obstáculos ao desenvolvimento no mercado secundário brasileiro, serão expostas possíveis soluções para a superação dos principais entraves identificados, bem como um balanço dos principais avanços até o fechamento do presente trabalho.

## Capítulo 1: A importância do mercado de ações e os entraves ao seu desenvolvimento no Brasil

### Capitalização relativa e turnover

O mercado de ações no Brasil possui uma participação relativa baixa enquanto mecanismo de financiamento das empresas quando comparado aos países desenvolvidos ou mesmo a diversos emergentes. Para mensurar a magnitude da participação do mercado acionário brasileiro foi utilizada a **capitalização relativa** que é a razão entre o valor do total de ações negociadas no mercado organizado e o PIB do respectivo país (ambos tomados em dólares correntes).

Como pode ser verificado na tabela 1, o Brasil ocupa uma modesta posição em termos de capitalização relativa do mercado de ações em 2004, refletindo a existência de um mercado secundário de ações de limitada participação no processo de financiamento do setor privado.

Tabela 1 - Capitalização Relativa - 2004

País	PIB*	Valor total de ações negociadas*	Capitalização relativa (%)
Inglaterra	2141	5169	241,43%
Espanha	991	1203	121,39%
EUA (NYSE)	11668	11618	99,57%
Austrália	631	524	83,04%
Euronext**	3098	2472	79,79%
África do Sul	211	161	76,30%
EUA (Nasdaq)	11668	8767	75,14%
Coréia	680	488	71,76%
Japão	4623	3218	69,61%
Canadá	957	651	68,03%
Itália	1672	969	57,95%
Alemanha	2714	1541	56,78%
Índia	691	260	37,63%
China	1649	323	19,59%
<b>Brasil</b>	605	104	17,19%
Chile	94	12	12,77%
México	676	45	6,66%
Argentina	152	5	3,29%

\* valores em bilhões de US\$

\*\* Bélgica, França, Holanda e Portugal

fonte: Banco Mundial e FIBV

Deve-se ter em conta, entretanto, que até 1994 o processo inflacionário tornava extremamente difícil e por vezes, custosa a avaliação das empresas de capital aberto e reduzia a transparência do mercado de ações tendo como consequência a concentração das operações no curto prazo e volumes negociados extremamente reduzidos. Com o processo de estabilização monetária realizada pelo Plano Real, a capitalização relativa no Brasil praticamente dobrou como consequência direta deste importante avanço que esteve também associado ao processo de abertura da economia e maior liberdade ao movimento de capitais. A partir das crises Asiática (1997) e Russa (1998), houve uma reversão na tendência do índice que inicia uma trajetória decrescente, à exceção da bolha especulativa de 2000. Apesar dos aumentos em 2003 e 2004, a participação do mercado acionário continua reduzida na formação bruta de capital fixo e apesar da acentuada redução do processo inflacionário que gerava um enorme quadro de incerteza e onerava a avaliação das empresas, este mercado ainda possui uma participação pouco significativa quando comparado aos padrões internacionais. A tabela 2 ilustra a evolução da capitalização média no Brasil entre 1990 e 2004.

Tabela 2 - Evolução da capitalização relativa no Brasil

Ano	Valor total de ações negociadas (em bilhões de US\$)	PIB	Capitalização relativa
1990	4	469	0,009
1991	7	406	0,017
1992	15	387	0,039
1993	27	430	0,063
1994	66	543	0,122
1995	57	705	0,081
1996	98	775	0,126
1997	191	808	0,236
1998	140	788	0,178
1999	84	537	0,156
2000	102	602	0,169
2001	63	510	0,124
2002	46	459	0,100
2003	66	507	0,130
2004	104	605	0,172

Fonte: Banco Central e FIBV

Para a mensuração da liquidez do mercado acionário brasileiro, utiliza-se o **turnover** medido pelo volume de transação das ações no mercado secundário em relação ao valor de mercado das empresas listadas. Através da tabela 3 abaixo constata-se a modesta posição do Brasil, bem aquém dos padrões das nações desenvolvidas, em função da menor liquidez dos papéis.

Tabela 3 - Velocidade de Circulação das ações (turnover) - 2004

Nasdaq	<b>249,5%</b>
Espanha	<b>187,1%</b>
Coréia	<b>147,2%</b>
Itália	<b>134,9%</b>
Alemanha	<b>133,7%</b>
Inglaterra	<b>116,6%</b>
Euronext	<b>115,0%</b>
Índia	<b>101,5%</b>
Japão	<b>97,1%</b>
NYSE	<b>89,8%</b>
China	<b>87,0%</b>
Austrália	<b>81,1%</b>
Canadá	<b>66,2%</b>
África do Sul	<b>47,2%</b>
<b>Brasil</b>	<b>43,0%</b>
México	<b>30,0%</b>
Chile	<b>12,7%</b>
Argentina	<b>12,5%</b>

Fonte: FIBV

A partir da capitalização relativa e do turnover nota-se que além do mercado de ações ter uma reduzida participação relativa como instrumento de financiamento das empresas, os papéis possuem baixa liquidez e isso se reflete tanto o elevado custo do capital quanto na valorização das empresas.

Ao longo do período observado, nota-se a utilização de debêntures também como uma alternativa tanto ao financiamento bancário quanto à emissão de ações. Esse instrumento de captação de recursos é constituído por títulos da dívida com garantia de ativos e resgate mediante pagamento de principal e rendimentos ou com cláusulas de resgate mediante a possibilidade de conversão em ações. As debêntures, ao contrário das ações, não configuram capitais próprios da sociedade. A companhia, ao emití-las, contrai uma dívida e assume uma obrigação que figura no seu passivo exigível. Os títulos possuem uma data de

vencimento determinada e conferem ao seu titular uma renda fixa que independe do desempenho da sociedade, ou seja, os titulares possuem um direito de crédito contra o emitente, que pode conter garantias e até empenhar receitas futuras.

### A evolução das emissões primárias

Já o mercado primário de ações não conseguiu elevar as emissões primárias e representou parcela irrelevante na formação bruta de capital fixo. Entre os anos de 1997 e 2004 houve uma participação mais expressiva de financiamento via emissão de debêntures em comparação à emissão acionária (tabela 4). Esse comportamento reflete, sobretudo, a atratividade das garantias reais oferecidas ao investidor com relação aos títulos de dívida, ao contrário das ações que envolvem participações nos ganhos das empresas. Essa postura do investidor decorre das reduzidas garantias aos acionistas minoritários decompostos no conjunto de regras e leis (governança corporativa), da baixa transparência na disponibilização de um conjunto de informações relevantes para a avaliação dos investimentos detidos pelos minoritários (“disclosure”) e da fraca aplicação da lei (“enforcement”) que atuam no sentido de retirar a previsibilidade do mercado e ampliar as incertezas.

Soma-se a criação das Instruções nº 404 pela CVM de 13/02/2004 que trata das debêntures padronizadas, constituindo-se em um atrativo a mais para os investidores. Essa instrução dispõe sobre o procedimento simplificado de registro e padrões de cláusulas e condições que devem ser adotados nas escrituras de emissão de debêntures destinadas a negociação em segmento especial de bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado.

Tabela 4 - Emissões primárias de títulos

	Ação		debêntures	
	R\$ (milhões)	% do PIB	R\$ (milhões)	% do PIB
1997	3828	0,44%	7.518	0,86%
1998	4.112	0,45%	9.658	1,06%
1999	2.749	0,28%	6.677	0,69%
2000	1.410	0,13%	8.748	0,79%
2001	1.354	0,11%	15.162	1,26%
2002	954	0,07%	13.391	1,01%
2003	80	0,01%	5.283	0,34%
2004	3.661	0,21%	9.614	0,54%

Fonte: Banco Central

Outro sinal de que o mercado de ações não tem sido um instrumento eficiente para prover recursos para as empresas realizarem novos investimentos são os dados de emissões primárias. Entre 1997 e 2004, a emissão primária bruta de ações foi de 0,21% do PIB, atingindo o maior nível em 1998 (0,45% do PIB) e o menor em 2002 (0,07% do PIB). Note-se, ademais, que o fechamento de capital de várias empresas ao longo deste período levou a emissão líquida para níveis nulos ou negativos. Para o mercado de dívidas o número de lançamentos, apesar de maior, ainda é bastante reduzido. Entre 1997 e 2004 a média de emissões primárias de debêntures foi de 0,82% do PIB. Estes números são particularmente baixos quando comparados a taxas de investimento entre 17% e 20% do PIB verificadas no período.

O baixo volume de IPOs ao longo dos últimos anos e o recente retorno de novas aberturas de capital em 2004 estão diretamente associados à rentabilidade das ações no mercado secundário. Quando esta encontra-se em baixa, diminui a atratividade das empresas na realização de novas emissões, já que as desvantagens de underpricing se elevam substancialmente. Isso pode ser visualizado na tabela 5 ao fazer um comparativo entre as emissões primárias brutas de ações e o desempenho do mercado acionário secundário capturado pelo Ibovespa. Várias teorias sugerem que o underpricing é natural, pois os agentes que vendem as ações possuem informação superior à dos investidores que as compram. Assim sendo, o underpricing aparece como um prêmio que investidores com informação inferior exigem para transacionar com agentes com informação superior. O underpricing é um fenômeno relacionado à distribuição inicial das ações e, portanto, depende da eficiência da indústria de underwriting (responsável pela subscrição de ações de novas empresas) e do nível de incerteza no referente às empresas emissoras.

Entretanto, em situações de baixa do mercado acionário, o underpricing torna-se um dos mais sérios obstáculos à abertura de capital, na qual o lote de ações inicialmente distribuído precisa ser ofertado a um preço em média inferior ao preço de fechamento no primeiro dia em que a ação é transacionada, ou seja, as ações geralmente são vendidas com um elevado desconto e conseqüentemente parte da empresa acaba por ser vendida a baixo preço.

À exceção dos anos de 1997/1998, atípicos em função do processo de privatizações, há um processo de diminuição gradativa de IPOs até 2003, acompanhando o Ibovespa. Além disso, percebe-se o elevado grau de volatilidade do mercado acionário brasileiro frente aos choques externos nos anos referentes à crise asiática (1997) e russa (1998) e nota-se a brusca queda na pontuação do índice, refletindo não apenas o peso dos agentes vinculados a apostas especulativas como uma rápida desvalorização do valor dos ativos denominados em reais ou refletindo o risco país em períodos de crise.

Tabela 5 – Emissões x Ibovespa

	Emissões primárias de ações		Ibovespa
	R\$ (milhões)	% do PIB	
1997	3828	0,44%	21933
1998	4.112	0,45%	9243
1999	2.749	0,28%	11115
2000	1.410	0,13%	16261
2001	1.354	0,11%	14047
2002	954	0,07%	11447
2003	80	0,01%	14444
2004	3.661	0,21%	21441

Fonte: Banco Central e Bovespa

#### **ADRs – American Depository Receipts: a busca das empresas por maior visibilidade**

Denomina-se genericamente por DRs (Depository Receipts) os títulos de uma empresa qualquer negociados fora de seu mercado doméstico, sendo que para cada mercado internacional geralmente existe uma designação particular, como por exemplo: BDR (Brazilian Depository Receipts), FDR (French Depository Receipts), CDR (Canadian Depository Receipts), entre outros. Os DRs emitidos no mercado norte americano, segundo regras da SEC (Security and Exchange Commission), são denominados ADRs.

Embora existente desde 1927, este mecanismo somente ganhou força junto com a crescente integração entre os mercados internacionais. O ADR é um certificado negociável de uma empresa que não seja norte-americana, emitido por um banco depositário sendo que tal título está sob posse de um banco custodiante instalado em seu mercado doméstico. Os ADRs possibilitam às empresas emissoras maiores vantagens, no que tange à maior visibilidade da empresa em outros mercados (na visão de investidores e consumidores), a captação de divisas além do mercado nacional, a padronização de suas demonstrações contábeis sugerindo assim maior transparência de informações e aumento da liquidez, já que os papéis estão disponíveis para um número maior de investidores.

Apesar da longa existência dos ADRs, as empresas brasileiras somente começaram a utilizar-se de tal instrumento no início da década de 90, quando houve um incentivo à abertura do mercado de capitais brasileiro ao fluxo internacional de divisas por parte do governo da época. O principal motivo de listagem

de ADRs por parte das empresas brasileiras reside na possibilidade da captação de maiores volumes de recursos a custos mais baixos nos EUA que nas bolsas brasileiras.

Existem basicamente três tipos básicos de movimentação:

1) Conversão de ações em ADR: A emissão dos ADRs ocorre através da compra de ações em bolsa no mercado doméstico para o seu posterior lançamento. Um investidor estrangeiro compra as ações no mercado doméstico, através de uma corretora local que as custodia em um banco custodiante local autorizado para, então, receber os ADRs emitidos pelo banco depositário no exterior. Para efetuar a liquidação financeira no país de origem e, caso os recursos do investidor estrangeiro ainda não estejam internalizados no país, o investidor efetua a remessa de moeda estrangeira mediante o registro de contrato de câmbio, de forma a liquidar financeiramente a operação em bolsa.

2) Conversão de ADR em ações: O cancelamento do ADR ocorre através da venda no mercado doméstico em que o investidor estrangeiro deve devolver o ADR ao banco depositário nos EUA, cancelando-o. Simultaneamente, o investidor transmite a ordem de venda das ações através de uma corretora, na quantidade de ações correspondente ao ADR, depositadas no banco custodiante no Brasil. Ocorre, então, a saída de recursos estrangeiros do Brasil, da modalidade de investimento em portfólio.

3) Oportunidades de arbitragem com os ADRs: As possibilidades de fácil conversão de ações em ADR ou de ADR em ações, abre um enorme campo de possibilidades à realização de operações de arbitragem entre o mercado de ações no Brasil e o mercado de ações norte-americano. Ocorrendo um diferencial entre as cotações dos preços das ações negociadas no Brasil e dos seus ADRs correspondentes, negociados no mercado americano, o investidor atua comprando ações no Brasil para emitir e vender os ADRs no mercado americano – no caso dos ADR, ajustados pela taxa de câmbio, estarem sendo negociados com preços mais altos; ou, cancelando os ADR nos EUA e, convertendo-os em ações no Brasil, para que possam, imediatamente, serem vendidos na bolsa brasileira – no caso dos ADRs, ajustados pela taxa de câmbio, estarem sendo negociados com preços mais baixos. Tais possibilidades são, todavia, limitadas e temporárias, já que esses diferenciais tendem a se equalizarem à medida os agentes efetuam as transações e as cotações retornam a níveis próximos.

Os custos de informação assimétrica ou custos de agência são diferentes dependendo do país onde os papéis são listados, portanto, a empresa pode escolher, por exemplo, listar-se em países onde existe maior transparência ou ter melhorada a administração de conflitos de interesses entre administração e custos de monitoração diferenciados.

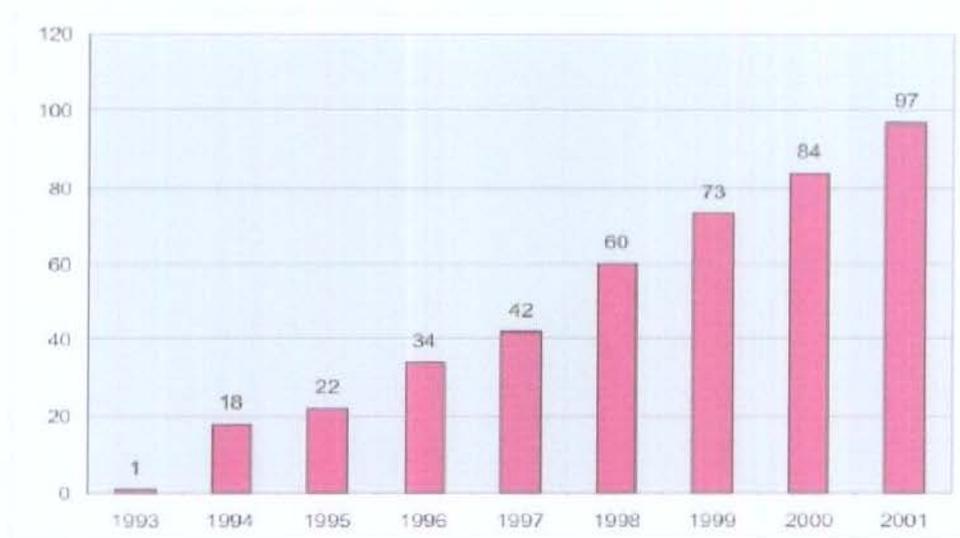
Ao longo das últimas décadas, grandes empresas sediadas em países em desenvolvimento têm-se lançado em programas de ADRs, passando a integrar, juntamente com as empresas de países desenvolvidos, a gama de opções para os investidores com intenções em internacionalizar seu portfólio.

Os maiores benefícios da listagem internacional ocorrem quando os mercados locais são pequenos ou demasiadamente segmentados, sendo que esta segmentação pode ocorrer devido à existência de barreiras ou altas taxas para investimento. A segmentação é definida quando há o isolamento de dois mercados através de barreiras explícitas ou não, ao fluxo de capitais entre eles ou o impedimento do fluxo de informações relevantes aos ativos transacionados nos dois mercados. Exemplos de barreiras explícitas consistem em custos de transação diferenciados, padrões contábeis distintos e restrições cambiais. Como barreiras não-implícitas, a diferença de práticas negociais nos dois mercados constitui em bom exemplo. A redução de tais barreiras propiciaria a maior integração entre os mercados, sendo este um conceito complementar ao da segmentação. A listagem de ADRs contribuem para a redução da segmentação entre mercados e o conseqüente aumento da integração, uma vez que possibilita a redução das barreiras. Tal redução atua como um fator que eleva os fluxos de capitais a países com maior grau de liberalização econômica, sendo que o aumento deste fluxo e da disponibilidade de capitais tornam o custo de financiamento das empresas mais barato, revelando um aumento da eficiência alocacional dos mercados.

Assim, as empresas de capital aberto no Brasil acabam por buscar os benefícios de uma melhora da governança corporativa com impactos de aumento da transparência nas bolsas internacionais. O programa de ADRs aumentou a base de investidores e acionistas e também aumentou a visibilidade das companhias, gerando um aumento da liquidez. Assim, mesmo envolvendo custos mais elevados do que a emissão primária de ações no mercado doméstico e a necessidade de adaptação às regras que demandam maior transparência, os benefícios decorrentes da maior liquidez, redução do custo de capital e até mesmo uma maior valorização superaram esses custos. Esse programa adotado pelas empresas de capital aberto ilustra a importância dos benefícios auferidos pela presença de um mercado de ações transparente capaz de conferir maior liquidez aos papéis negociados, expondo concomitantemente as deficiências do mercado de ações doméstico.

Tabela 6

Evolução do Número de ADRs Brasileiros



Fonte: Bank of New York

O número de companhias abertas apresenta-se em queda (tabela 7), porém deve-se ter em conta não apenas os baixos benefícios auferidos em termos de aumento de liquidez e redução do custo do capital que desestimulam a abertura de capital ou levam a migração das companhias para as bolsas internacionais, mas também a privatização das estatais e o processo de aquisições de empresas nacionais por capitais estrangeiros além do processo de conglomeração, presente, sobretudo, no setor bancário.

Tabela 7 - Evolução do número de companhias listadas na Bovespa

Data	companhias listadas na Bovespa
dez/96	550
dez/97	536
dez/98	527
dez/99	478
dez/00	459
dez/01	428
dez/02	399
dez/03	369
dez/04	358

Fonte: Bovespa

O Brasil possui um elevado volume de ações preferenciais comparado ao número de ações ordinárias. As ações preferenciais possuem preferência no recebimento de dividendos e prioridade no

reembolso do capital, enquanto as ações ordinárias concedem direito a voto em assembleias. 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, as ações ordinárias são mais valorizadas e mais líquidas por serem emitidas em maior proporção. No Brasil, no entanto, a pequena dimensão do mercado acionário, a visão patrimonialista das empresas que emitem poucas ações ordinárias e a quase inexistência de disputa pelo controle acionário das empresas torna as ações preferenciais mais atrativas. Para as empresas, as ações preferenciais permitem a abertura de capital sem colocar em jogo o controle. Para os investidores, elas permitem priorizar 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.

Ademais, o pagamento obrigatório de dividendos por essas ações 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 a emitir ações, diminuindo a liquidez do mercado. Por outro lado, a maximização dos ganhos dos controladores pode ocorrer em detrimento da eficiência de ganho da própria empresa, elevando os riscos incorridos pelos acionistas minoritários. Assim, o mercado acionário acaba por se enfraquecer como um todo.

A Bovespa implantou, em dezembro de 2000, o Novo Mercado em que as ações apresentam níveis diferenciados de governança corporativa, voltado para as empresas que venham abrir capital enquanto os níveis diferenciados de governança corporativa são para as empresas que já possuem ações negociadas na Bovespa. O objetivo é valorizar as boas práticas de governança corporativa de modo a reduzir as incertezas no processo de avaliação e conseqüentemente o risco. A redução do risco, por sua vez, gera uma melhor precificação das ações e incentiva novas emissões fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas.

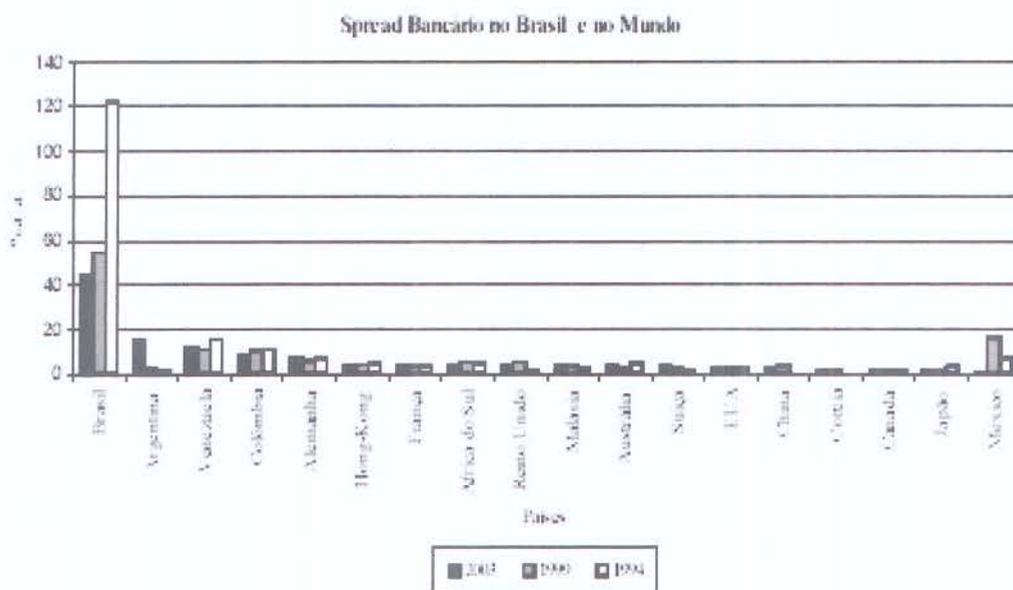
Essa iniciativa é uma forma de se desvencilhar da necessidade de mudanças legislativas que demandam tempo e tornam o mercado engessado que vão de encontro à existência de um mercado dinâmico e eficiente. A criação de um mercado específico regulado por contratos privados entre a Bovespa e as empresas listadas visa estabelecer regras que governem as relações entre as empresas que desejam se listar neste mercado através de um mecanismo espontâneo e não afeta as empresas listadas previamente.

Assim, as condições de financiamento do setor privado via aumento da participação do mercado de capitais resulta em aumentos nas vantagens competitivas em função dos ganhos de eficiência alocativa

e redução dos custos de capital. Um sistema financeiro eficiente pode aumentar a produtividade dos investimentos através da melhora da qualidade de alocação de recursos, destinando-os aos projetos de maior retorno, viabilizar a adoção de economia de escalas, acelerar a absorção de novas tecnologias e oferecer novos modos de administrar e distribuir riscos, mediante diversificação, hedge e seguros.

O desenvolvimento do mercado de ações é fundamental para suprir as deficiências do financiamento obtido via intermediação financeira. Deve-se ressaltar as especificidades do setor bancário no Brasil caracterizado por centrar os empréstimos no curto prazo e atuar com spreads - a diferença entre as taxas de juros básicas (de captação) e as taxas finais (custo ao tomador) - em patamares bastante elevados, refletindo a aversão ao risco por parte dos bancos (tabela 8).

Tabela 8



Fonte: Banco Central

Um agravante para a reduzida concessão de crédito encontra-se do lado da demanda, pois a baixa atividade econômica e as altas taxas de juros acabam por tornar os agentes com maior risco de inadimplência potenciais tomadores de crédito. O resultado é o baixo volume de crédito concedido e spreads elevados. Apesar da expansão do crédito verificada em 2004, este continua situado em baixo patamar quando comparado aos demais países (tabela 9)

Tabela 9

## Crédito Doméstico do Sistema Financeiro para o Setor Privado

		em % do PIB	
Japão	187,70	Austrália	87,90
Suíça	165,20	Israel	86,90
Hong Kong	158,70	Canadá	80,10
Estados Unidos	143,50	Itália	77,60
África do Sul	141,90	Chile	68,00
Malásia	135,50	Uruguai	51,30
Reino Unido	135,10	Suécia	46,00
China	124,60	<b>Brasil</b>	<b>37,60</b>
Alemanha	120,30	Polônia	26,00
Nova Zelândia	117,70	Argentina	23,80
Singapura	110,00	Bulgária	14,60
Taiândia	108,80	México	13,20
Índia	108,60	Venezuela	12,10
Coreia do Sul	101,90	Bélgica	6,70
Espanha	101,60		

Fonte: World Development Indicators (seção 5.1) - The World Bank - 2002

Desse modo, faz-se necessária a presença de um mercado de ações desenvolvido capaz de fornecer um mecanismo eficiente de captação de recursos a baixo custo, contribuindo para uma maior competitividade das empresas, de forma a viabilizar projetos de investimento e aumento da produtividade.

*“... é pouco provável que o setor se expanda a ponto de financiar toda a demanda da economia, nem tampouco migre suas operações de crédito do curto para o longo prazo, não apenas por sua aversão a riscos, mas também pela sua própria estrutura de seus passivos, que tendem a não permitir grande alavancagem e descasamento de fluxos temporais... o sistema bancário nacional, apesar de responder por mais de 90% do crédito privado, é extremamente concentrado no curto prazo e raciona recursos mediante uma rationale própria.”* (Nascimento, 2004 – p.30).

Assim é de enorme importância que o mercado de ações seja capaz de fornecer essa oferta de crédito através de emissões das empresas para complementar as deficiências da intermediação financeira sobretudo nos projetos de elevada maturação. Todavia, esse mercado é atualmente restrito a poucas firmas de grande porte e é concentrado no mercado da dívida (sobretudo debêntures), com reduzida participação do mercado acionário.

### **A elevada taxa de juros e o efeito “crowding out”**

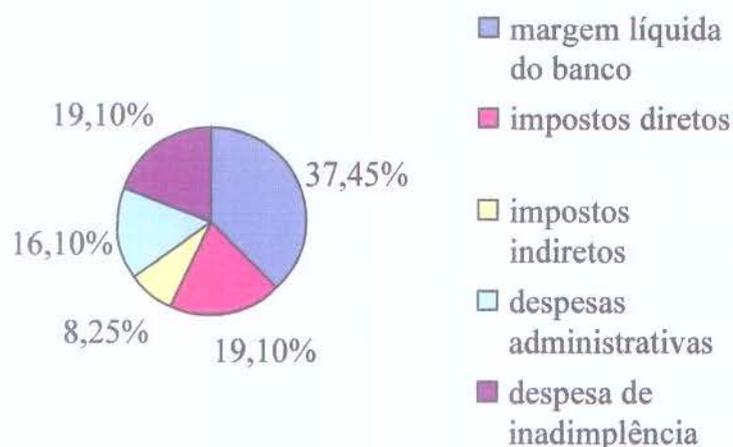
A alta taxa de juros vem sendo utilizada desde 1999 como instrumento mais importante pelas autoridades monetárias para o cumprimento das metas inflacionárias dentro do contexto do regime de câmbio flutuante. A maior vulnerabilidade do Brasil e das economias emergentes como um todo frente aos choques externos acaba por tornar essa combinação de políticas perversa à medida que impacta negativamente sobre o nível de demanda agregada e sobre o crescimento do produto.

No caso brasileiro, é notório o baixo nível de atividade econômica verificado nos últimos anos decorrentes dos reduzidos investimentos causados em grande parte pela dificuldade de obtenção de recursos a baixo custo. O acesso ao financiamento das empresas impacta diretamente na capacidade de competição das empresas nacionais, já que são estas que estão à margem do financiamento externo. A manutenção da taxa de juros a patamares acima dos níveis internacionais decorre do endividamento do Estado, de modo que o governo eleva a taxa de juros até o ponto em que se torna inviável ao setor privado disputar os recursos da poupança com os títulos públicos, provocando assim um “crowding-out”, em que os títulos públicos deslocam os títulos privados, pois os primeiros remuneram melhor os seus emprestadores e, sobretudo, possuem um componente de risco menor. Desse modo, o investidor se depara com um elevado custo de oportunidade aumenta o custo do capital de empréstimo das empresas, acaba por minando as bases para a captação a baixo custo via emissão de títulos privados.

### **O elevado spread bancário e as causas de sua rigidez**

É importante ressaltar que a queda da taxa básica de juros é condição necessária mas não suficiente para reduzir o custo do crédito bancário de modo acentuado no curto prazo. A principal razão para isso reside na rigidez dos fatores que sustentam o elevado “spread” bancário no Brasil.

Tabela 10 - Componentes do spread bancário



Fonte: Banco Central

A margem líquida dos bancos (37,5%) que isoladamente é o principal componente, é fundamentalmente afetada pelo custo de oportunidade dos recursos dos bancos, que tem sido estabelecido em elevados pela taxa de juros garantida sobre os títulos públicos, ativos de alta liquidez e risco de crédito virtualmente nulo; sua redução depende da velocidade com que seja possível reduzir a taxa básica.

No entanto, há outros componentes que tornam o spread bancário elevado e demandam outras ações combinadas com a redução dos juros. Convém ressaltar que mais de um quarto do spread é composto de tributos diretos e indiretos, cuja rigidez tem como causa a resistência do Governo em função do impacto sobre a receita tributária.

A parcela decorrente da inadimplência (19,10%) não está associada apenas aos fatores conjunturais, mas a vários fatores institucionais e operacionais; morosidade e custos de execução de cobrança, dificuldade de utilização de metodologias modernas e eficientes de avaliação de risco de crédito, num quadro em que a expressiva participação da economia informal reduz a qualidade e confiabilidade dos dados contábeis nas pessoas jurídicas e dificulta a captação de dados de pessoas físicas, que resulta na utilização de procedimentos custosos e pouco eficazes e torna o risco de crédito mais elevado.

As despesas administrativas (16,10%) estão associadas também aos custos elevados de análise e concessão de crédito e de execução da cobrança, bem como ao volume relativamente pequeno de crédito

concedido; numa comparação internacional (vide tabela). Este componente diminui sua importância gradativamente à medida que em função de economias de escala que permitem a diluição de custos fixos.

### **Aspectos históricos e a baixa proteção aos acionistas minoritários**

Deve-se ter em conta as razões históricas que retardaram o desenvolvimento do mercado secundário brasileiro. O BNDES representava uma alternativa eficiente de recursos a baixo custo, além da ausência de necessidade da publicação de balanços que facilitava a informalidade na gestão das empresas fechadas (caixa dois), tornando-as mais competitivas do que as empresas de capital aberto nesse aspecto. Atualmente, o BNDES adota as práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos. Além disso, o histórico recente de uma economia inflacionária dificultava o desenvolvimento do mercado de capitais, pois era extremamente custoso realizar projeções de longo prazo em função das incertezas, além do passado de quebras de contratos juridicamente constituídos decorrentes de planos de estabilização frustrados. Assim o mercado de ações nunca atuou como uma alternativa viável de captação de recursos vinculado a investidores compromissados a períodos mais longos.

Os elevados custos de manutenção estão associados as principais desvantagens de realizar a abertura de capital no Brasil (tabela 11). Estes custos são decorrentes sobretudo de despesas administrativas e a perda da confiabilidade. Faz-se necessário gastos periódicos tais como despesas com auditores e publicação de informações contábeis. A maioria destas despesas não diminuem em relação ao valor da emissão inicial, discriminando principalmente contra as pequenas empresas. A perda de confidencialidade é um ônus característico do Brasil, pois expõem as empresas a uma maior vigilância pelas autoridades fiscais, reduzindo a margem de manobra para a evasão fiscal, denominada também de “planejamento tributário”, dada a constância de tais práticas em nosso país. Soma-se a isso a obrigatoriedade do pagamento de dividendos a cada três anos.

Tabela 11 - Desvantagens da abertura de capital (amostra de 43 empresas com capital aberto)

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

Fonte: Rocca e Carvalho (1999)

Os aspectos institucionais também inibem o desenvolvimento do mercado de ações brasileiro. Pesquisas realizadas por La Porta et al. (1998) ilustram um elevado grau de relação entre proteção aos acionistas minoritários e a performance do mercado acionário. Os países que oferecem maior proteção aos minoritários apresentam mercados acionários relativamente maiores, menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas, maior número de companhias abertas (normalizado pelo tamanho da população), as empresas captam mais recursos através do mercado acionário e a avaliação de mercado das empresas, medida através da relação entre valor patrimonial e valor de mercado é comparativamente maior.

A Tabela 12 mostra a relação existente entre o grau de proteção aos acionistas minoritários e o nível de desenvolvimento do mercado acionário dos países. O Brasil encontra-se em posição intermediária-baixa (3 pontos).

Tabela 12 – Grau de proteção ao acionista em diferentes países

País	Procuração pelo correio	ações não são bloqueadas antes de encontros	voto cumulativo/ representação proporcional	minoria reprimida	direitos preemptivos para novas emissões	% do capital necessária para pedir uma assembleia extraordinária	direitos anti-diretor
Estados Unidos	1	1	1	1	0	.10	5
Reino Unido	1	1	0	1	1	.10	5
Hong Kong	1	1	0	1	1	.10	5
Chile	0	1	1	1	1	.10	5
Japão	0	1	1	1	0	.30	4
Cingapura	0	1	0	1	1	.10	4
Malásia	0	1	0	1	1	.10	4
Brasil	0	1	0	1	0	.05	3
Colômbia	0	1	1	0	1	.25	3
Filipinas	0	1	1	1	0	aberto	3
Nigéria	0	1	0	1	0	.10	3
Sri Lanka	0	1	0	1	0	.10	3
Egito	0	1	0	0	0	.10	2
Equador	0	1	0	0	1	.25	2
Venezuela	0	1	0	0	0	.20	2

Fonte: La Porta (1998)

Tabela 13 – Relação entre direitos dos acionistas e grau de desenvolvimento do mercado

Direitos	Capitalização /PIB*	Empresas/milhão de habitantes*	IPOs/milhão de habitantes*
<b>Direitos dos minoritários</b>			
25% menores	0,19	12,05	0,14
50% intermediários	0,39	20,03	0,97
25% maiores	0,58	35,68	2,05
<b>Uma ação, um voto</b>			
Não	0,32	20,10	0,87
Sim	0,65	26,76	1,48
<b>Enforcement</b>			
25% piores	0,28	8,51	0,28
50% intermediários	0,47	22,36	0,89
25% melhores	0,36	33,08	1,85

\* Média de 49 países. Fonte: Rafael la Porta et al. *Legal Determinants of External Finance in Journal of Finance* (July 1997).

Serão apresentados no próximo capítulo a experiência alemã com o *Neuer Markt* e os impactos positivos decorrentes do aumento de garantias aos minoritários.

## Capítulo 2: Soluções para o desenvolvimento do mercado de ações brasileiro

Dentre as soluções para o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, será dada especial ênfase as práticas de melhoria da governança corporativa com os principais avanços que representa a implementação do Novo Mercado e seus níveis diferenciados de governança corporativa a exemplo do *Neur Markt* alemão. Já a elevada taxa de juros praticada no Brasil acaba por determinar a baixa demanda aos títulos privados que associado ao elevado custo do capital também torna reduzida as emissões primárias restringindo o desenvolvimento do mercado de capitais. Assim, os agentes detentores de poupança deixam de demandar títulos privados do mercado de capitais e concentram-se em títulos de renda fixa e o setor público se torna o grande tomador da economia em função do seu endividamento histórico e, sobretudo, no perfil da dívida pública de curto prazo e elevada remuneração. Quanto às razões históricas que retardaram o desenvolvimento e colocavam em xeque a credibilidade brasileira, são aspectos que devem ser levados em conta para que futuras políticas não repitam os erros do passado, já que a manutenção de um ambiente macroeconômico e jurídico estáveis são condicionantes fundamentais para criar bases para o desenvolvimento do referido mercado.

### A experiência do Neuer Markt alemão

A experiência do *Neur Markt* na Alemanha fornece um exemplo para os demais países que desejam promover seus mercados de capital. Em particular, o sucesso do “*Neur Markt*” demonstra dois princípios: 1) o setor privado tem um papel fundamental na promoção do desenvolvimento do mercado de capitais e 2) proteção a acionistas minoritários é um mecanismo eficiente para a promoção do mercado de capitais. A hipótese que permeou a criação do *Neuer Markt*, é que a baixa performance do mercado acionário alemão se devia ao baixo nível de proteção a acionistas minoritário.

A principal bolsa na Alemanha é a Bolsa de Valores de Frankfurt. Esta bolsa é composta por três mercados: *Amtlicher Handel* (mercado principal), *Geregelter Markt* (mercado de balcão regulado) e *Freivekher* (mercado não regulado). Para que uma empresa seja listada em um destes mercados basta estar de acordo com as condições estabelecidas por lei. As exigências para listagem diferem entre os três mercados.

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

Um importante indicador da baixa performance do mercado acionário alemão era o reduzido número de empresas que abriam o capital (IPOs). A Tabela 14 contém o número anual de IPOs na Alemanha entre 1965 e 1999. O *Neuer Markt* foi aberto em 1997 com apenas 2 empresas. O sucesso obtido nos seus três anos de existência é notório. Mais de 200 empresas foram listadas neste período, 140 das quais apenas em 1999. Em 2000 mais de 150 empresas estavam listadas no *Neuer Market*.

Tabela 14 - IPOs na Alemanha (1965-1999)

Ano	Amtlicher Handel*	Geregelte r	Freivekher	Neuer Market	Total
1965	2	2	0		4
1966	3	0	0		3
1967	0	1	0		1
1968	0	0	0		0
1969	6	1	1		8
1970	2	1	0		3
1971	1	3	0		4
1972	3	0	0		3
1973	6	0	0		6
1974	0	1	0		1
1975	1	0	0		1
1976	0	2	0		2
1977	5	1	1		7
1978	1	1	0		2
1979	3	2	0		5
1980	2	0	1		3
1981	1	1	0		2
1982	2	2	0		4
1983	6	1	4		11
1984	11	10	2		23

Ano	Amtlicher Handel*	Geregelte r	Freivekher	Neuer Market	Total
1985	8	4	1		13
1986	17	11	1		29
1987	9	10	0		19
1988	3	12	0		15
1989	10	16	2		28
1990	11	20	3		34
1991	9	10	0		19
1992	2	7	0		9
1993	6	3	2		11
1994	3	8	4		15
1995	12	8	0		20
1996	6	6	2		14
1997	10	4	9	16	39
1998	12	5	5	45	67
1999	30	9	23	140	202
	203	162	61	201	627

\* inclui IPOs no SMAX

fonte: Bovespa

Baseado no modelo alemão, foi implantado o Novo Mercado que fundamenta-se nas boas práticas de Governança Corporativa e seu valor para os investidores, pois os direitos concedidos aos acionistas e a qualidade das informações prestadas reduzem as incertezas no processo de avaliação e, conseqüentemente, o risco. A redução do risco gera uma melhor precificação das ações e incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas.

A adesão de uma empresa ao Novo Mercado é voluntária e ocorre com a assinatura de um contrato entre a companhia, seus controladores, administradores e a própria Bovespa, na qual as partes acordam em cumprir o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, que consolida todos os requisitos adicionais desse segmento. As empresas do Novo Mercado, ao assinarem o contrato, também adotam a Câmara de Arbitragem do Mercado para a solução de eventuais conflitos societários que possam surgir. O objetivo da Câmara de Arbitragem é agilizar a solução de eventuais conflitos societários em que as partes obrigam-se a não recorrer ao Poder Judiciário, a não ser nos casos previstos no Regulamento de Arbitragem, garantindo assim agilidade na resolução dos conflitos.

## Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

A principal diferença em relação ao Neuer Markt alemão foi a iniciativa da Bovespa de permitir a migração das empresas que já são de capital aberto com o intuito de acompanhar os efeitos do compromisso com a governança corporativa sobre os papéis das companhias. Desse modo, o Novo Mercado é direcionado às empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados voltam-se para as empresas que já possuem ações negociadas na Bovespa.

Em decorrência das regras estabelecidas no Novo Mercado serem bastante restritivas, houve a criação de dois níveis de governança.

Tabela 15 - Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa

Nível de Gov. Corp.		Requerimentos de Práticas de Governança Corporativa exigidas pela Bovespa
Novo Mercado	Nível 1	Free Float mínimo de 25% do capital
		Realização de ofertas públicas de ações favorecendo a dispersão do capital
		Regras de <i>Disclosure</i> em operações envolvendo ativos da companhia
		Divulgação de acordo de acionistas e programas de <i>stock options</i>
		Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos
		Obrigação de todos os administradores assinarem o termo de anuência da Bovespa
	Nível 2	Balanço anual seguindo as normas do USGAAP ou IAS GAAP
		Adesão às regras de Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários
		Mandato unificado de um ano para o Conselho de Administração
		Oferta pública de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, em caso de fechamento do capital ou cancelamento do registro no nível 2
		Direito de voto aos preferencialistas nas seguintes matérias: transformação, incorporação, cisão/fusão, aprovação de contrato com as subsidiárias
Tag along de 100% aos ordinaristas minoritários e de 70% do valor para os preferencialistas		
Emissão apenas de ações ordinárias e/ou conversão das ações preferenciais em ordinárias		

Fonte: Bovespa

Desta maneira, a companhia que adere ao Novo Mercado tem como obrigações, além das vigentes de acordo com a legislação, a emissão exclusiva de ações ordinárias, realização de ofertas públicas que favoreçam a dispersão do capital, a manutenção em circulação de uma parcela mínima de 25% do capital, com a alienação do controle, todos os acionistas devem desfrutar das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda, há obrigatoriedade do estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração, disponibilização do balanço anual segundo US GAAP ou

IAS GAAP (padrões internacionais), introdução de melhorias das informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e revisão especial. Além disso, há obrigatoriedade de uma realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado e cumprimento de regras de disclosure em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia pelos acionistas controladores ou administradores da empresa.

Enfim, as regras do Novo Mercado estão calcadas em manter a transparência através da prestação de informações de acordo com padrões internacionais que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração, além disso, é necessário garantir a pulverização das ações da companhia para elevar a liquidez no mercado secundário, com destaque para a obrigatoriedade de um percentual mínimo de 25% das ações em circulação. São iniciativas que conferem redução do risco para o investidor e tendem a elevar a precificação das ações.

Os benefícios obtidos com a abertura de capital estão diretamente relacionados com a liquidez das ações, de modo que ações com baixa liquidez devem oferecer aos investidores um prêmio de risco que as tornem atrativas. Assim, baixa liquidez resulta em baixa avaliação do mercado (ou alto custo de capital) desestimulando a empresa a captar recursos no mercado. Como a liquidez depende do número de participantes do mercado, os investidores minoritários são peça fundamental para o desenvolvimento de um mercado líquido de negociação dos papéis no mercado secundário.

Assim, o aumento da proteção aos investidores minoritários constitui um mecanismo importante para desenvolver o mercado de capitais, houve a criação de um mercado específico, regulado por contratos privados entre a Bovespa e as empresas listadas, para dispensar mudanças legislativas e, portanto, minimizar a necessidade de atuação governamental. Este mecanismo visa estabelecer regras que governem as relações entre as empresas que desejarem se listar neste mercado específico e seus investidores de forma a dar-lhes uma maior proteção. A vantagem de se estabelecer contratos privados é que eles são mais facilmente repactuáveis, podendo ser renegociados de acordo com a evolução dos problemas. Se tudo fosse regido por leis o mercado correria o risco de ficar muito engessado e muitas empresas poderiam acabar sendo desnecessariamente excluídas. Foi com base no modelo alemão que foi implementada na Bovespa o Novo Mercado.

O arcabouço jurídico brasileiro é inferior ao de outros países por razões históricas e culturais, pois muitas vezes protege injustamente os que infringem a lei (e não somente os devedores inadimplentes), graças à profusão de medidas protelatórias que os acusados conseguem impetrar para se livrarem de um veredicto final desfavorável, e constitui-se em sobrecarga em termos do requisito de agilidade do mercado acionário. Nesse sentido a implementação do Novo Mercado e seus níveis diferenciados e o

estímulo à adoção de melhores práticas de governança corporativa se apresenta como um importante atenuante das deficiências do sistema de proteção legal e um sinalizador alternativo às reformas legislativas.

Em dezembro de 2004, pouco mais de 12% das empresas estavam listadas no Novo Mercado e nos Níveis Diferenciados de GC e a rentabilidade do IGC (índice de ações com Governança Corporativa Diferenciada) foi superior ao Ibovespa, IbrX e IbrX50, conforme tabelas abaixo. O Ibovespa é o índice que acompanha a evolução média da cotação das ações negociadas na Bovespa. É o valor de uma carteira teórica de ações a partir de uma aplicação hipotética. Essa carteira teórica é integrada pelas ações que, em conjunto, representaram 80% do volume transacionado a vista nos doze meses anteriores à formação da carteira. A carteira teórica é composta pelas ações que atenderam cumulativamente aos seguintes critérios, com relação aos doze meses anteriores à formação da carteira: 1) estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices individuais; 2) apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total; 3) ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período. Para que sua expressividade se mantenha ao longo do tempo, é feita uma reavaliação quadrimestral, alterando-se composição e peso da carteira. Já o IbrX mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações entre as mais negociadas na Bovespa, classificadas em ordem crescente de liquidez, em termos de seu índice de negociabilidade (número de negócios e volume financeiro medido nos últimos doze meses). Essas ações são ponderadas na carteira do índice pelo respectivo número de ações disponíveis à negociação no mercado. O IbrX 50 segue a mesma lógica do IbrX, com 50 ações.

Tabela 16 - Distribuição das empresas entre os segmentos de listagem

	Dezembro/04	Part. % *
Tradicional	343	87,9
Novo Mercado	7	1,8
Nível 2	7	1,8
Nível 1	33	8,5
Total	390	100

Fonte: Bovespa

Rentabilidade Acumulada (%)		
	Dezembro/04	desde 25/06/01**
Ibovespa	4,2	80,4
IGC	11,2	154,5
IBrX	7,6	132,2
IBrX50	7,2	120,4

\*\* 25/06/2001 marca o início da negociação de ações de empresas pertencentes aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1).

Evolução do Ibovespa x IGC (base 1000 = 25/06/2001)



Fonte: Bovespa

### As mudanças recentes na tributação

Há importantes avanços decorrentes de mudanças quanto à tributação. Em 2003, retirou-se a CPMF das operações com ações. Já em 2005 houve avanços decorrentes da MP 206/04 com a inserção de mudanças nas aplicações financeiras. Com relação às mudanças na tributação de renda variável, os ganhos líquidos auferidos em operações realizadas em bolsas de valores, de mercadorias e assemelhadas passaram a ser tributados nas seguintes alíquotas: 1) operações day trade: 20%; 2) demais hipóteses: 15%. Já as operações realizadas (exceto day trade) ficam sujeitas à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de 0,005% sobre os seguintes valores:

Tabela 17 – Incidência da alíquota sob renda variável

<b>Mercados</b>	<b>Fato Gerador</b>
À Vista	Valor da alienação.
Opções	Valor positivo da soma dos prêmios pagos e recebidos no mesmo dia. (opções BOVESPA e BM&F)
Termo	<b>Com a Entrega do Ativo:</b> A diferença, se positiva, entre o preço a termo e o preço à vista na data da liquidação; <b>Sem a Entrega do Ativo:</b> O valor da liquidação financeira previsto no contrato.
Futuro	Soma algébrica dos ajustes diários (se positiva), no encerramento da posição.

Fonte: Bovespa

As operações day trade permanecem tributadas na fonte nos termos da legislação vigente: 1) fonte: 1% sobre os ganhos obtidos diariamente e 2) mensal: 20% sobre o ganho mensal.

Há, ainda, a isenção do imposto de renda para os ganhos líquidos auferidos por pessoa física, em operações no mercado à vista de ações nas bolsas de valores e em operações com ouro ativo financeiro, cujo valor total das alienações, realizadas em cada mês, seja igual ou inferior a R\$ 20.000,00. Já os rendimentos obtidos em fundos e clubes de investimentos em ações (que mantenham no mínimo 67% da carteira investida em ações serão tributados exclusivamente no resgate de quotas e à alíquota de 15%.

Quanto à tributação de renda fixa, foi adotado o critério de tributação decrescente, variando de acordo com o prazo de permanência dos recursos das aplicações conforme tabela abaixo:

Tabela 18 – Tributação de renda fixa

<b>Prazo de Permanência dos Recursos</b>	<b>Alíquota</b>
Até 6 meses	22,5%
De 6 a 12 meses	20%
De 12 a 24 meses	17,5%
Acima de 24 meses	15%

Fonte: Bovespa

No caso dos fundos de investimentos, os rendimentos apropriados semestralmente serão tributados à alíquota de 15% e no resgate das quotas será aplicada alíquota complementar, se necessária, de acordo com o prazo de permanência dos recursos na aplicação.

Até 2004, a tributação dos chamados fundos DI e de renda fixa, bem como das cadernetas de poupança, não faziam distinção alguma entre investimentos de curto, médio e longo prazo. Essa mudança só ocorreu recentemente, em 2005, na qual há uma maior tributação de renda fixa para prazos mais curtos. Com o mercado segmentado por prazo, os investidores confrontam o grau de liquidez desejado, com a lucratividade e risco previstos, pesando e ponderando as vantagens e desvantagens de sua escolha. Assim, o resgate dos recursos aplicados antes do prazo definido estaria sujeito a uma taxa adicional suplementar. Este é um importante passo para o desenvolvimento do mercado doméstico de títulos públicos com maiores prazos de maturação.

### **Redução sustentável da taxa de juros**

Quanto aos efeitos adversos da elevada taxa de juros praticada no Brasil, destaca-se o crowding out (efeito deslocamento) em que a elevada rentabilidade dos títulos públicos acaba por expulsar a demanda por títulos privados que possuem maior risco. Assim, os investidores se deparam com um elevado custo de oportunidade decorrente da presença simultânea de alto rendimento e baixo risco oferecido pelos títulos públicos. As mudanças na tributação de renda fixa quanto aos prazos são o primeiro passo para alterações no perfil do endividamento público brasileiro que mostra-se centrado no curto prazo. O alongamento do prazo dos títulos públicos deve ser acompanhado com a manutenção da solvência intertemporal com vistas a reduzir o prêmio dos títulos. A redução sustentável da taxa de juros dos títulos públicos deverá ser obtida mediante a atuação consistente sobre os fatores relacionados, mediante a consolidação do ajuste fiscal de longo prazo do setor público e a redução da vulnerabilidade externa como resultado da geração de superávits comerciais e consequente redução da dependência de capitais estrangeiros.

## Considerações finais

Desenvolver o mercado de ações significa aumentar o número de empresas com acesso a essa forma de captação e aumentar a liquidez dos títulos em mercado, com o aumento da valorização destes títulos. Estes objetivos se interceptam, na medida em que uma melhor valoração e liquidez dos títulos é um incentivo natural a um aumento do interesse das empresas em utilizar esta forma de captação.

Assim, faz-se necessária a redução do prêmio exigido pelos títulos públicos para atenuar os efeitos adversos sobre a demanda pelos títulos privados. Nesse sentido, mudanças no perfil do endividamento, bem como a manutenção da solvência intertemporal das finanças públicas são condições necessárias para viabilizar a redução da taxa de juros e transformar o mercado de ações em instrumento eficiente para a captação de recursos a baixo custo.

Ademais, as evidências empíricas disponíveis sugerem que o aumento da proteção aos investidores minoritários constitui um mecanismo importante para desenvolver o mercado de capitais. Maior proteção induz a uma melhor valoração das empresas no mercado, aumentando o incentivo a se tomar recursos no mercado, com impactos na concentração de propriedade e controle, na medida em que diminui o valor de controle.

A melhora nas práticas de governança corporativa coloca a empresa em consonância com padrões internacionais e oferece maiores garantias de que as decisões serão tomadas em conformidade com o interesse de todos os acionistas. Desse modo, evita-se o problema do agente-principal na qual interesses dos proprietários prevalecem sobre os dos acionistas e minimizam-se os efeitos adversos da informação assimétrica que geram maiores custos. Além de exercer um importante papel de reduzir o custo do capital, a adoção de práticas de governança corporativa aumenta o valor das empresas, já que as empresas com boa governança tendem a ser mais procuradas pelos investidores, uma vez que estes demandam informações transparentes e maior garantia de que as decisões serão tomadas para maximizar os seus ganhos.

A superação dos obstáculos para o desenvolvimento pleno do mercado acionário é condição fundamental para que as empresas de capital aberto possuam condições de competir internacionalmente via acesso ao financiamento de baixo custo através da presença de um mercado secundário doméstico notadamente desenvolvido que proporcione a transparência e liquidez necessária aos títulos privados. É o desenvolvimento do referido mercado que poderá criar condições para elevar a base de acionistas e

reduzir o prêmio de risco dos papéis. Assim, mesmo que aumentem os custos decorrentes do aumento das exigências de transparência e dos custos de manutenção do capital aberto (publicações, auditoria e relatórios), os benefícios auferidos pelas empresas serão bastante compensadores. Desse modo, a redução da dependência da intermediação financeira deve ocorrer ao encontro do desenvolvimento do mercado de ações e a superação de seus obstáculos é fundamental para elevar a competitividade das empresas bem como aproximar ofertantes e demandantes de recursos através de um eficiente mecanismo canalizador de poupança para as atividades produtivas gerando as bases para o crescimento econômico de longo prazo.

## Referências Bibliográficas:

ASSAF, Alexandre Neto (2000) – Mercado Financeiro

LINTZ, Alexandre Carlos (2000) – Condicionantes para o desenvolvimento da atividade de capital de risco no Brasil - tese FEA-USP

NASCIMENTO, Marcelo Lopes (2004) – Financiamento: importância para o crescimento econômico, condicionantes e análise do caso brasileiro – tese FEA-USP

ROCCA, Carlos Antonio (2001) – Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro

Banco Interamericano de Desenvolvimento (2004) - Reforma do sistema financeiro do Brasil: implementação recente e perspectivas

Publicações Bovespa (2000) – equipe técnica – O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil – Tendências Consultoria Integrada

\_\_\_\_\_ (2000) – Desafio e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro – MB Associados

\_\_\_\_\_ (1999) – Mercado de Capitais

\_\_\_\_\_ (2002) – Novo Mercado

\_\_\_\_\_ (2002) – Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

[www.andima.com.br](http://www.andima.com.br)

[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

[www.fibv.com](http://www.fibv.com)

[www.globalinvest.com.br](http://www.globalinvest.com.br)

[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)