

UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
Faculdade de Ciências e Letras
Departamento de Economia
Grupo de Estudos em Economia Industrial

**DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL E FINANCIAMENTO DE
LONGO PRAZO: A ALTERNATIVA DO MERCADO DE
CAPITAIS E O PAPEL DO NOVO MERCADO¹**

Estudante: Mariana Corrêa Barra
Orientador: Prof. Dr. João Furtado

Agosto de 2002

¹ Este projeto insere-se no âmbito do GEEIN – Grupo de Estudos em Economia Industrial - e articula-se aos projetos de números 00/06294-6, 01/06113-4, 01/10518-0, 01/12726-9 e 01/13280-4, 01/13431-2 e 01/14536-2.

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO -----	3
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA -----	4
2.1. As raízes do modelo de financiamento brasileiro -----	4
3. PERÍODO RECENTE-----	7
3.1 Anos 80 – Regime de alta inflação e viés curto-prazista-----	7
3.2 O financiamento empresarial em um regime de alta inflação sob racionamento de crédito externo e economia protegida. -----	9
3.3 Anos 90 - Contexto de alta inflação, abertura comercial e flexibilização do crédito externo -----	10
3.3.1 Contexto de economia aberta, crédito externo abundante e estabilização -----	11
4.1 Aspectos teóricos -----	11
4.2 Determinantes da intensidade de utilização do mercado de capitais -----	12
4.3 A potencialidade do mercado de capitais e os entraves ao seu desenvolvimento ----	13
4.4 O papel dos investidores institucionais -----	14
6. OBJETIVO-----	18
7. HIPÓTESE-----	18
8. DESCRIÇÃO DE ATIVIDADES E CRONOGRAMA -----	19
9. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS -----	23

1. INTRODUÇÃO

A existência de bases sólidas de financiamento de longo prazo deve ser entendida como elemento de crucial importância para a retomada do desenvolvimento econômico do país, uma vez que o financiamento determina a viabilidade de novos investimentos.

O Brasil conta basicamente com uma única fonte de financiamento desse caráter, o BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social. O BNDES, desde sua criação em 1952, exerceu papel de destaque na promoção do desenvolvimento da indústria nacional.

Num primeiro momento, sua principal contribuição se deu na tentativa de implantar e consolidar o setor de infra-estrutura, durante as décadas de 50 e 60. Já nos anos 70 e 80, a instituição foi responsável pelo financiamento do plano de substituição de importações redirecionando seus recursos para a indústria de bens de capital e insumos básicos.

Apesar do fato da instituição ter ampliado significativamente suas operações a partir da década de 90, agrava-se cada vez mais a lacuna existente no que tange à existência de fundos privados de longo prazo no país. A atuação do BNDES não tem sido suficiente para atender à demanda crescente por crédito pelos mais diversos setores.

Constata-se, portanto, que as atuais deficiências existentes na estrutura de financiamento brasileira estão diretamente relacionadas com a origem do processo de industrialização.

O financiamento também deve ser percebido como um condicionante da competitividade da indústria brasileira. Coutinho & Ferraz (1995) explicitam três tipos de fatores capazes de interferir no grau de competitividade de uma empresa: fatores internos, estruturais e sistêmicos. De acordo com essa classificação, a oferta de crédito é entendida enquanto um *fator sistêmico de natureza macroeconômica* que afeta a competitividade empresarial. Os fatores sistêmicos são aqueles

que constituem externalidades *stricto sensu* para a empresa produtiva, pois afetam as características do ambiente competitivo e podem ter importância nas vantagens competitivas que as firmas de um país têm ou deixam de ter ante às suas rivais no mercado internacional

Depreende-se do exposto que o tema não é diretamente foco de políticas industriais, contudo constitui um elemento de estímulo à capacidade competitiva. (Gonçalves, 1998).

Um aspecto que envolve o tema financiamento refere-se à necessidade de se estruturar um sistema de financiamento compromissado com o desenvolvimento do país. Braga (1993) conceituou essa relação como finanças industrializantes, ou seja,

finanças baseadas em sistemas financeiros, em relações entre bancos e indústrias que permitem a existência de financiamento de curto, médio e longo prazos, compatíveis, portanto, com a ampliação da produção, de investimentos em inovações tecnológicas, em infra-estrutura e com a resolução de questões sociais.

Nas últimas décadas, a intensificação do processo de especulação financeira tem influenciado de modo negativo o desempenho das finanças no estímulo ao investimento produtivo. Períodos de intensa instabilidade e incerteza fortalecem a tendência de ampliação de ativos financeiros na composição do patrimônio das empresas, em detrimento da realização de investimentos produtivos.

O conceito de finanças industrializantes tenta demonstrar a interdependência existente entre os sistemas financeiro e industrial, ao enfatizar o elo que se forma a partir das condições de financiamento do investimento produtivo e das condições de validação dos investimentos realizados. Essas finanças atuam no estímulo às expectativas de rentabilidade dos agentes e na redução do risco da imobilização de capital (Braga, 1998). Essa concepção norteará o presente projeto.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1. As raízes do modelo de financiamento brasileiro

O Brasil vivenciou no pós-guerra um processo de intenso desenvolvimento industrial que se estende até o final dos anos setenta. Concomitantemente a esse processo ampliaram-se as necessidades de financiamento do setor industrial nascente que requeria recursos de curto e médio prazo voltados para o capital de giro, mas demandava principalmente recursos de prazo de maturação mais longo direcionado a investimentos de maior escala, tal como os serviços de infra-estrutura. (Costa & Deos, 2002)

Desta forma, o processo de inversões industriais iniciado a partir da segunda metade dos anos cinquenta foi acompanhado por um significativo desenvolvimento financeiro que se manifestou através da transição de um sistema inicialmente estruturado

na presença de bancos comerciais e agências públicas de fomento para um sistema mais complexo que se propunha a modernizar o financiamento de empresas e famílias (Sochaczewski apud Cruz, 1994).

Essa transição foi resultado das reformas financeiras implementadas pelo governo a partir de 1964, que tiveram por objetivo aproximar o sistema financeiro brasileiro do modelo americano, através da constituição de um sistema diversificado, marcado pela interação entre o segmento bancário privado e o financiamento apoiado no mercado de capitais.

Diversos trabalhos (IEDI, 2000 Hermann, 1997) destacam que já na metade da década de 60, a preocupação com a inexistência de instrumentos adequados de intermediação financeira era visível. Essa percepção acabou por estimular iniciativas estatais com o intuito de reorganizar o sistema financeiro de modo a possibilitar o financiamento público e privado de longo prazo.

Contudo, essas reformas não se demonstraram suficientes para a estruturação de instituições e de instrumentos privados que atendessem a esse fim. O mérito das reformas se encontra no fato de terem recomposto as condições de financiamento do setor público e terem propiciado o alargamento do crédito ao consumo, aspecto que atendia aos interesses dos capitais privados (Cruz, 1994: 73).

Percebe-se, entretanto, um notável crescimento dos setores-chave da economia no período a despeito da inexistência dessas bases de financiamento. Nesse sentido, Cruz (1994) apresenta uma discussão importante para a compreensão desse problema ao analisar duas características do padrão industrial brasileiro: as estruturas de mercado e a distribuição da propriedade de capital.

No período de sua gênese, a indústria brasileira apresentava uma estrutura de mercado fortemente oligopolizada o que permitia às firmas obter margens expressivas de poupanças internas decorrentes da liberdade no processo de formação de preços. Medidas de proteção de mercado para a indústria nascente e o distanciamento entre os ganhos de produtividade industrial e os salários reais pagos aos trabalhadores também explicam a possibilidade de manutenção de lucros elevados e, conseqüentemente, a reinversão destes lucros (Costa&Deos, 2002).

Quanto à distribuição da propriedade de capital, Cruz destaca a diferenciação dos papéis assumidos pelas empresas estrangeiras e pelas estatais no início da industrialização pesada, competindo às estatais suprir os serviços de infra-estrutura enquanto os setores mais dinâmicos da economia ficavam sob a responsabilidade das estrangeiras. Esses aspectos estão intimamente relacionados com as formas de financiamento utilizadas (Cruz, 1994).

Entre as empresas privadas ocorreu o predomínio do autofinanciamento e o acesso a capitais externos. O uso disseminado do autofinanciamento foi possibilitado pelos regimes salariais vigentes no período, pelo processo inflacionário que representou “um importante mecanismo redistribuidor a favor das empresas” e pela ação governamental através de concessões cambiais, fiscais, tarifárias e creditícias.

Já os capitais externos eram utilizados substancialmente pelas empresas de capital estrangeiro, que obtinham recursos sob a forma de capital de risco, de financiamento às exportações e de empréstimos em moeda. Tavares (1975)² destaca que as filiais de empresas internacionais possuíam vantagens diferenciais se comparadas às de capital nacional por contarem com recursos determinados pelas estratégias globais das matrizes que independiam, portanto, do tamanho da filial.

No que diz respeito às empresas e autarquias públicas, dada a natureza das atividades que desempenhavam, necessitavam de um volume de recursos muito mais elevado e, apesar de serem constituídas sob a forma de monopólios, deparavam-se com severas restrições quanto às práticas de *markup*, pois o governo central controlava as políticas de preços e tarifas com o intuito de conceder subsídios às empresas privadas.

Até o início da década de 60, coube ao BNDES (então BNDE) suprir as necessidades das empresas estatais. Entretanto, com o golpe militar de 64, os recursos passaram a ser redirecionados ao setor privado nacional, até então de inexpressivo desenvolvimento. O reflexo dessa mudança não foi percebido imediatamente pelo setor estatal, que pôde no auge do boom expansivo do início dos anos 70 utilizar o autofinanciamento devido às suas políticas de preços e tarifas. Essa prática se estendeu apenas por um breve período tendo sido finalizada com o II PND, fato que exigiu que as empresas públicas procurassem por fontes externas de financiamento.

² (Tavares apud Cruz, 1994)

Nesse mesmo período, o BNDE reorienta definitivamente suas políticas para as empresas privadas de capital nacional, forçando as estatais a recorrerem ao endividamento externo. Cruz salienta que curiosamente as empresas estatais intensificaram suas inversões em momentos nos quais não dispunham de capacidade de geração interna de recursos.

Assim, torna-se perceptível que as formas de financiamento adotadas pelas grandes empresas industriais durante essa fase – autofinanciamento e acesso a recursos do exterior – independiam da existência de um mercado de capitais doméstico (Cruz, 1994). No que se refere ao padrão de financiamento vigente nos anos 60 e 70, destaca-se a persistência de lacunas do crédito doméstico de longo prazo para o investimento industrial, restrito ao sistema BNDES (Costa & Deos, 2002:12).

3. PERÍODO RECENTE

O comportamento do financiamento no período recente é derivado em grande medida da estrutura anteriormente apresentada. Sua análise somada ao histórico anterior permite a compreensão das diversas propostas de reforma das estruturas financeiras no Brasil.

3.1 Anos 80 – Regime de alta inflação e viés curto-prazista

A intensa dependência das empresas públicas em relação ao financiamento externo ao longo da década de 70 posicionaram-nas de modo muito desfavorável quando da eclosão da crise da virada da década.

A crise da dívida externa no início dos anos 80, trouxe severas conseqüências para a economia, em grande medida provocadas pela “interrupção do fluxo voluntário de empréstimos em moeda” que forçou a economia a iniciar um ajustamento do setor externo. Cruz (1994).

A reversão abrupta das condições de financiamento externo, imposta após a moratória mexicana, acarretou um severo racionamento do crédito, que se estendeu por toda a década de 80. Os desdobramentos da interrupção desse canal de financiamento se deram de maneira distinta sobre as empresas de capital estrangeiro e sobre as empresas estatais.

No que se refere às estrangeiras, o impacto não foi direto, pois elas já vinham apresentando retração na tomada de empréstimos desde o período imediatamente anterior à crise, quadro este que se intensificou mediante a estagnação e crescente instabilidade econômica no início da década. Em termos reais, a situação acabou por inibir ainda mais os investimentos em ampliação da capacidade produtiva. Cabe salientar que o problema das estrangeiras advinha mais das estratégias globais das matrizes e da tendência de remessa de lucros das filiais, do que diretamente das restrições creditícias.

O mesmo não ocorreu com as estatais, 'vítimas' diretas da interrupção dos fluxos voluntários de empréstimos externos, foram afetadas de duas formas:

- pela elevação da taxa internacional de juro e pela política cambial associada ao ajuste exportador (que encareceram seus passivos já altamente denominados em moeda estrangeira); e
- através da súbita redução em seu acesso a recursos externos, em particular pelas restrições impostas pelo cartel de bancos credores.

As conseqüências desse processo se materializaram na deterioração dos serviços de infra-estrutura, afetando negativamente a competitividade da indústria e da economia como um todo (Suzigan apud Cruz, 1994).

O problema da retração das fontes externas de recursos somou-se ao do alto custo dos empréstimos internos, não exclusivamente pela alta da taxa de juros doméstica, mas também pelo crescimento da correção monetária, conseqüência da aceleração inflacionária (Costa & Deos, 2002). Enfim, o esforço em prol do ajuste das contas externas resultou no desajuste interno evidenciado pelo agravamento da crise fiscal e financeira do setor público e na aceleração inflacionária (Cruz, 1995).

Com a intenção de garantir a sobrevivência e preservação da atividade econômica num contexto de tamanha instabilidade macroeconômica, foram realizadas adaptações nas instituições e práticas empresariais que foram denominadas em conjunto como regime de alta inflação (Frenkel, 1979, Cardim de Carvalho, 1990)³. Pereira (2000) estabelece uma periodização que permite a análise dos esquemas de financiamento adotados pelas grandes empresas industriais em ambientes econômicos marcados pelas seguintes características:

³ Citados em Pereira (2000)

1985-1990	1990-1994	1994-1998
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alta instabilidade ▪ Economia Protegida ▪ Racionamento do Crédito 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alta instabilidade ▪ Flexibilização do crédito externo ▪ Economia Aberta 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Economia aberta ▪ Crédito externo abundante ▪ Estabilização

Seguiremos nossa exposição nesses moldes.

3.2 O financiamento empresarial em um regime de alta inflação sob racionamento de crédito externo e economia protegida.

Num ambiente inflacionário, as firmas tentam escapar do risco de desvalorização patrimonial, aumentando sua demanda por ativos em detrimento do endividamento, ou seja, a alta inflação introduz um viés curto-prazista nas decisões empresariais que acabam por concentrarem-se em instrumentos de curto prazo e alta liquidez (Pereira, 2000:96).

O risco de endividamento se eleva muito num quadro de instabilidade dada a possibilidade do devedor obter “*ex post* um fluxo de receitas insuficiente para saldar as obrigações contratuais assumidas” (Pereira, 2000). Isso ocorre devido ao aumento da imprevisibilidade sobre a evolução futura das taxas de juros e câmbio reais. Outra dimensão da crise é a possibilidade de ocorrência de uma retração drástica e não prevista do nível de vendas a curto prazo que acabam por afetar as receitas das firmas.

Esse conjunto de fatores desestimulam as decisões de investimento das empresas que passam a exigir um prêmio crescente para abdicar da flexibilidade associada a manutenção de aplicações de curto prazo em suas carteiras.

A alta inflação, na medida em que atinge as decisões de investimento também altera os critérios de decisão referentes ao financiamento dos gastos que as firmas planejam realizar. Assim, uma decisão que num contexto de estabilidade estaria sujeita a viabilidade econômica do projeto passa a ser influenciada também por características financeiras (Frenkel & Fanelli, 1995). O financiamento de longo prazo é particularmente prejudicado, pois “seu custo financeiro é periodicamente revisado ao longo de sua execução” podendo

tornar-se inviável na ocorrência de uma evolução desfavorável da taxa de juros (Baer, 1993:31).

Efeitos negativos desse quadro também atingiram a distribuição dos recursos entre os diversos segmentos industriais. Atividades que possuem um curto período de maturação, baixo risco tecnológico, baixa escala eficiente mínima e que geram fluxos de caixa estáveis e pouco correlacionados às flutuações cíclicas acabam sendo privilegiadas (Frenkel & Fanelli, 1995).

Os poucos investimentos realizados concentraram-se apenas na reposição do estoque de capital através do autofinanciamento, condenando os parques produtivos à obsolescência.

As grandes empresas assumem um caráter rentista, aspecto evidenciado pelo aumento do estoque de ativos financeiros líquidos sobre os ativos totais, elevando a participação das receitas financeiras nas receitas totais.

3.3 Anos 90 - Contexto de alta inflação, abertura comercial e flexibilização do crédito externo

O início dos anos 90 foi marcado por mudanças importantes no ambiente concorrencial da indústria brasileira, destacando-se a reinserção do país no circuito financeiro internacional e a abertura comercial (Pereira, 2000). Os desdobramentos dessas transformações se manifestaram sob a limitação da utilização de *markups* altistas na provisão de recursos destinados ao autofinanciamento. Esse fenômeno pode ser descrito da seguinte maneira: “a abertura externa e a estabilidade da economia brasileira tiraram das empresas o poder anterior de fazer o preço (*price maker*) dos produtos. Tornaram-se tomadoras de preços (*price taker*) quem faz o preço, agora, é o mercado internacional” (Costa, 1997:89).

A elevação das taxas de juros reais estimula as empresas que podem endividar-se no mercado externo a fazê-lo, enquanto as que não têm acesso a esse tipo de captação observam que a antiga postura defensiva de elevação de preços já não é uma opção atraente, pois numa economia aberta essa decisão implica perda de *market share*. Em outros termos, “o processo de abertura comercial (...) introduziu uma ligação direta entre a

evolução da taxa de câmbio nominal e o custo esperado do autofinanciamento, que inexistia numa economia fechada” (Pereira, 2000).

Configura-se, assim um cenário propício à utilização de fontes externas de financiamento, principalmente o crédito em moeda estrangeira.

3.3.1 Contexto de economia aberta, crédito externo abundante e estabilização

A partir de 1994, o plano de estabilização trouxe um incentivo ainda maior à consolidação da retomada do endividamento externo por parte das empresas, uma vez que o plano possibilitou que o custo implícito do financiamento externo fosse bastante amenizado.

Logo, o período foi marcado pela ocorrência de um ajuste no “*mix* desejado entre autofinanciamento/recursos de terceiros na composição do funding dos novos planos de investimento (...)” (Pereira, 1999). A intensidade desse ajuste se fez sentir de modo muito distinto entre os mais diversos setores, tendo maior impacto sobre as atividades mais comercializáveis (*tradeables*) e que apresentavam menor grau de proteção.

Pode-se generalizar que a tendência apresentada durante a década foi a retomada gradual do grau de endividamento das empresas, com notável privilégio do uso de recursos de terceiros: entre 1991 e 1993 essa participação cresceu de 37,9% para 40,9% atingindo o patamar de 48,7% em 1998 (Pereira, 2000:119).

Cabe ainda mencionar que o período foi marcado “pelo amplo processo de desregulamentação e abertura dos mercados financeiros e pelo intenso movimento de inovações financeiras” com destaque para as operações de securitização (Hermann, 1997).

4. O MERCADO DE CAPITAIS

4.1 Aspectos teóricos

A relação entre desenvolvimento e a forma pela qual as firmas financiam o seu crescimento foi até recentemente um tema pouco explorado pela literatura econômica (Moreira & Puga, 2001).

Segundo Zonenschain (1998) e Moreira & Puga (2001) a principal razão para a escassez de estudos no tratamento dessa questão pode ser atribuída ao trabalho de

Modigliani e Miller (1958) que versava que “todo projeto viável do ponto de vista econômico é também viável do ponto de vista financeiro” e, por isso, uma empresa sempre terá acesso ao financiamento desde que a expectativa de retorno de seu projeto seja compensadora.

Entretanto, evidências empíricas contrariam essa concepção, demonstrando que a disponibilidade de bons projetos de investimento e poupança financeira abundante não são suficientes para garantir altas taxas de crescimento (Carvalho, 2000). E isso ocorre devido a uma característica do sistema capitalista que é a separação entre poupadores e empreendedores. Surge, nessa perspectiva, o mercado de capitais enquanto uma alternativa “eficiente” de alocação dos recursos, embora exista ceticismo de muitos quanto a possibilidade desses mercados exercerem papel significativo na promoção do desenvolvimento (Levine&Zervos, 1998; BOVESPA, 2000).

4.2 Determinantes da intensidade de utilização do mercado de capitais

Diversos trabalhos destacam a potencialidade do mercado de capitais na provisão de financiamento, porém não deixam de ressaltar que “os sistemas financeiros com base em mercado de capitais (...) são exceções - e não a regra – na história do desenvolvimento econômico” IEDI (2000). Existe, portanto, uma grande disparidade entre os países no que se refere às estruturas de financiamento.

Zysman (1983) observa em seu estudo que

nos países em que os mercados de capitais surgiram para financiar o desenvolvimento industrial, os empréstimos bancários limitam-se a usos de curto prazo. Assim, as empresas com planos de investimento de longo prazo utilizam recursos próprios e ações (...) Nos países em que os mercados de capitais não se desenvolveram de forma adequada e confiável, surgiram bancos e instituições financeiras especializadas para preencher essa lacuna

No Brasil prevalece o sistema de financiamento de longo prazo com base no crédito, em particular o financiamento público através do BNDES. A formação bruta de capital fixo no País oscila entre 18% e 22% ao ano. As emissões de ações, debêntures e notas promissórias financiam não mais do que 2% a 3% desses investimentos (CIEE, 2001: 18).⁴

⁴ Esse artigo remete à palestra proferida por Humberto Casagrande Neto, no Fórum Permanente de Debates sobre a realidade brasileira do CIEE – Centro de Integração Empresa-Escola.

O estudo do IEDI (2000) ressalta duas deficiências desse modelo de financiamento:

- a) a primeira refere-se às limitações impostas pela escassez de recursos inerente ao setor público;
- b) por outro lado, a disponibilidade de uma única fonte de financiamento a torna pouco ágil para viabilizar projetos de investimento.. Conseqüentemente, “não é rara a ocorrência de exclusão de empresas e segmentos inteiros do crédito de longo prazo devido à limitação de recursos nas agências públicas ou à limitações no acesso das empresas aos recursos para financiamento” (IEDI, 2000:55).

Logo, nota-se que esse modelo impõe severos freios ao crescimento da economia, na medida em que induz as firmas a recorrerem ao autofinanciamento e, no caso das empresas de maior porte, utilizarem a colocação de títulos no mercado de capitais do exterior como fonte complementar de financiamento.

Observa-se, a partir do exposto, um grande espaço para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

4.3 A potencialidade do mercado de capitais e os entraves ao seu desenvolvimento

Diante da estabilização monetária e do processo de abertura comercial, retomaram-se as perspectivas de investimentos domésticos privados na economia brasileira e atado a elas o ressurgimento dos debates acerca do modo como esses investimentos podem ser financiados.

Esses novos investimentos estão inseridos num cenário econômico, financeiro e institucional muito distinto do ocorrido no passado, fato que justifica a relevância da discussão de como intensificar a interação entre os segmentos financeiro e industrial em prol do crescimento das firmas.

Na visão de Hermann (1997) dois aspectos retratam essa transformação: a mudança da postura do governo na economia, muito menos intervencionista e, as modificações no perfil do sistema financeiro internacional que tem enfatizado operações de financiamento direto em detrimento do crédito bancário tradicional.

Hermann afirma que essa conjuntura passa a exigir um papel mais atuante do segmento privado do sistema financeiro nacional, inclusive do mercado de capitais.

Portanto, o mercado de capitais pode vir a assumir papel de destaque na reformulação do modelo de financiamento que se faz necessária nesse contexto.

O mercado de capitais pode proporcionar os seguintes benefícios IEDI (2000):

- o incentivo à formação de poupança financeira;
- a possibilidade de canalizar recursos mais amplos e mais ágeis para investimentos das empresas de capital nacional;
- acaba por acelerar processos de reestruturação industrial e empresarial.

Estudos da BOVESPA destacam ainda benefícios relacionados à diluição do risco de novos investimentos, pulverização da participação na propriedade das empresas, aumento da eficiência microeconômica das empresas (uma vez que a empresa assume compromissos de longo prazo com terceiros que passam a monitorar seu desempenho, a empresa tende a objetivar o melhor resultado econômico, sob a ameaça de o capital migrar para alternativas mais rentáveis).

Apesar da gama de vantagens que o mercado de capitais potencialmente pode proporcionar para a economia, seu desenvolvimento se defronta com diversos entraves:

- **carga tributária não compatível com o interesse das companhias** circunstância que tem como efeito o aumento do custo de transação e a redução da liquidez;
- **falta de transparência** das empresas no que se refere aos seus demonstrativos contábeis;
- **tratamento dado aos acionistas minoritários;**
- **fragilidade institucional da CVM – Comissão de Valores Mobiliários,** principal órgão regulador do mercado de capitais; e
- visão disseminada de cunho depreciativo a respeito do mercado de capitais.

4.4 O papel dos investidores institucionais

Os investidores institucionais são potenciais provedores de fundos de longo prazo ou de recursos para aplicações a risco. Podem ser definidos “como um conjunto relativamente heterogêneo de instituições que têm em comum a característica de constituírem *pools* de recursos para aplicações financeiras” (IEDI, 2000).

Esses investidores são compostos de companhias seguradoras, fundos de investimento e fundos de pensão. Hermann acrescenta a esse rol os investidores estrangeiros, regulamentados no “Anexo IV”⁵ da Resolução 1289/87 do CMN.

A partir de 1992, a regulamentação sobre a alocação dos recursos dos investidores institucionais começou a sofrer flexibilização. Um conjunto de medidas modificou significativamente a atuação dos investidores institucionais, com grande repercussão sobre o mercado de capitais.

Tem-se observado uma tendência no alongamento do prazo e diversificação das carteiras desses investidores, em especial no período pós-estabilização de preços, mas isso tem ocorrido de modo gradual. Segundo Hermann (1997) a soma do patrimônio desses investidores equivale a cerca de 32% do PIB, dos quais menos de 30% são direcionados ao mercado de capitais.

Iniciativas em prol do abrandamento do “curto prazismo” desses fundos têm sido promovidas, tal como a do Banco Central em 1999, que liberou as carências dos fundos, eliminou os recolhimentos compulsórios e utilizou o IOF como fator de incentivo para aplicações mais longas.

Entre os investidores institucionais mencionados, os fundos de pensão são os que apresentam melhores perspectivas de expansão, tendência confirmada pela experiência internacional.

Tabela 1 - Crescimento do Patrimônio dos Fundos de Pensão
(em US\$ Bilhões)

	1980	1985	1990	1995	1996	1997
Alemanha	17	24	55	70	69	65
Austrália	n/d	n/d	59	113	132	133
Canadá	43	77	171	229	249	272
EUA	714	1.636	2.528	4.203	4.791	5.704
Reino Unido	135	248	589	789	931	n/d

Fonte: OECD, 1999 - Citado em (IEDI, 2000)

⁵ O anexo IV trata-se de um apêndice da Resolução 1289/87 que regula as diversas modalidades de investimento estrangeiro no mercado de capitais doméstico e o lançamento de ADR's e GDR's. Essa resolução aprovou a criação de fundos e sociedades de capital estrangeiro (até então inexistentes no Brasil). O anexo IV, em especial, possibilitou uma ampliação aos investimentos externos através da administração de carteira de valores mobiliários de investidores institucionais (IEDI, 2000:5). Em 26/01/2000, o Conselho

Segundo Pinheiro (1994) citado no estudo do IEDI, os fundos de pensão têm uma vocação para o financiamento do investimento produtivo, já que a taxa de retorno de projetos produtivos no Brasil é compatível com o retorno esperado pelos fundos.

No entanto, o atual grau de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro não permite que haja a aproximação entre os investidores institucionais e os projetos de investimento.

5. PROPOSTAS DE REFORMA DA ATUAL ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO BRASILEIRA – O NOVO MERCADO E OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os programas acima mencionados representam segmentos especiais de negociação na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), criados com o objetivo de estimular um ambiente de negociação que concilie o interesse dos investidores, em especial os direitos dos minoritários, à valorização das companhias listadas.

Trata-se de uma iniciativa recente (dezembro de 2000) que tem sido alvo de intensos debates. Coutinho, em artigo publicado na Revista Rumos, manifestou opinião contrária à criação do Novo Mercado, argumentando que o mesmo “tende a ser ineficaz e, até mesmo, contraproducente ao estabelecer um contraponto negativista para o ‘velho mercado’”.

O Novo Mercado destina-se à listagem de empresas que venham a abrir capital enquanto os Níveis Diferenciados são mais direcionados às empresas que já possuem ações negociadas na Bovespa.

Ambos os programas exigem da companhia um comprometimento adicional relativo à governança corporativa. Segundo a Cartilha Explicativa da Bovespa, o Novo Mercado admite empresas que se dispuserem a:

- prestar informações que facilitem o acompanhamento e a fiscalização dos atos de administração e dos controladores da companhia;
- adotar regras societárias que equilibrem os direitos de todos os acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor.

Monetário Nacional publicou a Resolução 2689, que em seu artigo 10, §1º modificou as condições para novos investimentos estrangeiros nos mercados financeiro e de capitais.

A inauguração do Novo Mercado propiciou a retomada das discussões acerca das falhas no desempenho do mercado de capitais no fomento ao investimento produtivo, além de ter estimulado muitas empresas nacionais a repensarem o seu modo de gestão e o tratamento dado aos acionistas minoritários. Também caminha nessa direção o trabalho de Costa & Deos (2002) que ilustra de modo ainda mais claro a existência de uma gama de potenciais aplicadores individuais em opções de prazo de maturação mais longo que não o fazem devido ao insuficiente grau de segurança oferecido pelo mercado. Cabe lembrar que o perfil desses aplicadores varia de acordo com o nível de renda, ou seja de acordo com a capacidade de formar uma reserva financeira. Entretanto é perceptível que mesmo entre as famílias de renda superior, faixa na qual aumenta a diversificação financeira, “o que vai crescendo relativamente é a parcela de recursos aplicados em fundos mútuos, que são eminentemente de curto prazo” (Costa & Deos, 2002).

Tabela 2 - Aplicações financeiras das famílias brasileiras – 1996

Salários Mínimos	Sobra de renda	Poupança	Fundos Mútuos	Ações	Dólar e ouro
De 8 a 10	6,5	96,3	3,7	-	-
De 10 a 15	7,6	95,6	6,8	-	-
De 15 a 20	11,1	88,2	9,0	0,1	2,7
De 20 a 30	13,2	89,3	9,9	0,5	0,3
Mais de 30	26,3	49,8	38,8	6,6	4,9

Fonte: IBGE apud *Folha de São Paulo*, 14 fev. 2000, p. 2.4

Citado em (Costa & Deos, 2002)

Paulatinamente, generaliza-se a crença de que esses fatores influem diretamente sobre a captação de recursos das empresas. Um indicador que sugere que essa idéia possa estar correta é o IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada. Criado pela Bovespa em junho de 2001, o índice apresentou no período de um ano uma desvalorização de 8,2%, frente a uma baixa de 25,9% do Ibovespa. Embora ambos os índices tenham tido a performance prejudicada devido à deterioração do cenário econômico recente, o IGC apresenta queda significativamente inferior.

Portanto, esse desempenho sugere que o mercado tem reconhecido e valorizado as empresas que adotam boas práticas de governança, além de justificar o acompanhamento desse tema pelo presente projeto.

6. OBJETIVO

Este trabalho tem por objetivo compreender os fatores que impediram o pleno desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil e analisar as diversas propostas de reformulação no sentido de redirecionar sua atuação em prol do financiamento do desenvolvimento nacional. Nossa proposta é ampliar a discussão sobre o tema, usualmente focalizada sobre a atuação do BNDES e do sistema bancário privado, inserindo a contribuição que o mercado de capitais potencialmente pode proporcionar ao financiamento industrial de longo prazo.

Nesse âmbito se enquadram os Programas Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, implantados em dezembro de 2000 pela Bovespa.

O acompanhamento das modificações na legislação sobre o mercado de capitais e das sociedades anônimas, assim como da reforma tributária, concluem a análise da viabilidade dessa forma de financiamento no fortalecimento de captação de recursos de longo prazo para a indústria nacional.⁶

Por fim, as crescentes discussões sobre o papel dos investidores institucionais nesse panorama completam o conjunto de razões que nos inspiraram a desenvolver esse trabalho.

7. HIPÓTESE

O mercado de capitais está sendo subutilizado enquanto alternativa de financiamento da expansão das empresas nacionais. Esse fato se deve em grande medida a um fator que caracteriza o modo de gestão das empresas nacionais: a tradição familiar, o que dificulta a profissionalização da gestão, a aceitação do controle compartilhado, a transparência e respeito ao acionista minoritário. (Simonsen, Ferreira)

No caso das sociedades anônimas de capital fechado existe a crença de que a abertura de capital, ao tornar obrigatória a distribuição de dividendos, pode vir a sacrificar os planos de expansão da capacidade produtiva.

Esse comportamento sugere a existência de barreiras de natureza tanto institucionais quanto culturais que estão associadas a atrofia do mercado de capitais

⁶ Em 11 de julho de 2002, o governo federal regulamentou a isenção da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) em diversas operações, entre elas, as ações em bolsas ou em mercado de balcão. A CPMF era considerada um dos principais inibidores do mercado de capitais. (GAZETA MERCANTIL, VALOR ECONÔMICO)

brasileiro. É possível depreender do exposto, que os Programas Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa ao atuarem no sentido de compatibilizar os interesses das companhias que desejam negociar suas ações aos interesses dos investidores que intencionam adquirir esses ativos contribuirão para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro. Assim, esse projeto será norteado pela hipótese de que respeito agrega valor às companhias e facilita a captação de recursos no mercado para a viabilização do investimento.

8. DESCRIÇÃO DE ATIVIDADES E CRONOGRAMA

Com o objetivo de verificar as hipóteses acima mencionadas desenvolverei as seguintes atividades de modo integrado:

1. Análise da literatura referente ao tema, sobretudo em relação aos aspectos da governança corporativa, formação e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e investidores institucionais. Tomaremos como ponto de partida a literatura referente à teoria da agência;
2. Atualização bibliográfica. O tema deste projeto está em plena discussão na mídia especializada, fato que justifica o esforço em acompanharmos o debate e analisarmos eventuais contribuições.
3. Acompanhamento dos debates promovidos por iniciativas isoladas da OCDE e também em associação com o Banco Mundial sobre o desenvolvimento da governança, em particular o *Global Corporate Governance Forum*⁷ – criado com o objetivo de dar abrangência, importância e visibilidade mundial ao tema;
4. Realização de estudos em perspectiva comparativa internacional com o intuito de mapear as diversas fontes de financiamento utilizadas nos países, ressaltando os casos em que a presença de um mercado de capitais fortalecido é acompanhada do aumento da disponibilidade de recursos de longo prazo;
5. Ainda no âmbito da comparação internacional, dimensionaremos o mercado de capitais em diversos países, adotando o critério de análise do volume de ações registradas em bolsa, valor de mercado e quantidade das ações negociadas e a parcela

⁷ Iniciativa mencionada no sítio cibernético do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Acesso em 21/08/2002.

da Formação Bruta de Capital Fixo financiada através do instrumento supra citado. Usaremos para isso dados da instituição *Center for International Financial Analysis and Research*;

6. Acompanhar periodicamente o desempenho das ações das empresas negociadas tanto no ambiente do Novo Mercado quanto nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Para isso utilizaremos como referência o IGC – Índice de Governança Corporativa da BOVESPA em comparação com os índices tradicionais Ibovespa e IBX;
7. Compreender se existe ou não relação entre gestão familiar e ineficiência. Tomaremos por base a discussão preliminar feita por Rabelo & Silveira (2002)⁸ e aprofundaremos a partir daí a análise;
8. Tendo como referência os dados da CVM – Comissão de Valores Mobiliários e de organismos de função semelhante em uma amostra selecionada de países, elaboraremos um estudo comparativo na tentativa de identificar uma tendência internacional ou regional da relação aberturas de capital/cancelamento de registros;
9. Compreender a articulação existente entre as diversas propostas de interação entre órgãos institucionais e reguladores, agências públicas de fomento, associações e o mercado de capitais. Nos apoiaremos nas informações disponibilizadas nos principais jornais e periódicos especializados: GAZETA MERCANTIL, VALOR ECONÔMICO, REVISTA RUMOS;
10. Observar o comportamento conjunto entre investidores e companhias. Para isso será indispensável as informações provenientes dos seguintes institutos e associações:
 - **IBGC** – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
 - **IBRI** – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores
 - **ANIMEC** – Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais
 - **ABAMEC** – Associação Brasileira dos Analistas de Mercado de Capitais
 - **ABRASCA** – Associação Brasileira das Companhias Abertas
 - **ANDIMA** – Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto

⁸ Cf. RABELO, F. & SILVEIRA, J. M. Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras. Texto para discussão IE/UNICAMP, Campinas, n. 77, jul. 1999.

- **CNBV** – Comissão Nacional de Bolsa de Valores (em particular no caso de eventuais consultas à legislação referente ao mercado de capitais)
- 11.** Elaboração de artigo e/ou resumo dos resultados e participação em Congresso de Iniciação Científica.
 - 12.** Elaboração de relatórios de atividades. (Resultados parciais dos trabalhos desenvolvidos também serão apresentados e discutidos em reuniões realizadas semanalmente no GEEIN - Grupo de Estudos em Economia Industrial).

Cronograma													
Atividades	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Total
Revisão bibliográfica do mercado de capitais, governança corporativa e investidores institucionais.	20	20	20	10	10								80
Atualização bibliográfica e acompanhamento de eventuais discussões e debates no âmbito nacional ao longo do período de pesquisa		10	10	10	5		10	10	10	10	10		85
Levantamento das principais discussões realizadas no âmbito internacional.	10	10	20	10									40
Mapeamento das principais fontes de financiamento de longo prazo utilizadas pelos países.	5	5	10	10	10								30
Elaboração de tabelas de dimensionamento do mercado de capitais para um grupo de países					10			10	10	20	20	10	80
Acompanhamento do desempenho das empresas pertencentes ao Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.		10		5	5	10	10	5	5	5	10		65
Estudo aprofundado da relação gestão familiar-eficiência					10	10	20	5	5		10	5	65
Apuração da tendência nacional e internacional quanto à aberturas de capital/cancelamentos de registros.	20	10	5	5			10	10	10	10	5	5	90
Seleção de artigos em periódicos especializados	20	10	10	5	5		10	10	10	10	5		95
Estudo da interação investidores-companhias junto a instituições e associações especializadas.	5	5	5	5	5	10	10	10	10	5		10	80
Participação em Congresso de Iniciação Científica							10	20	20				50
Elaboração de relatório de atividades				20	20	50				20	20	50	180
Total	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	960

9. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BAER, M. O Rumo perdido: a crise fiscal e financeira do Estado Brasileiro, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1993.

BOVESPAa. Estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais. O mercado de capitais: Sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. Disponível em : <<http://www.bovespa.com.br>> Acesso em Maio 2000.

_____. b. Estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais. Desafios e Oportunidades para o mercado de capitais brasileiro. Acesso em jun 2000.

BOVESPA. Cartilha NOVO MERCADO. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>
BOVESPA. Boletim Informativo. Disponível em:
<<http://www.novomercadobovespa.com.br/1anoIGC.pdf>>

BRAGA, J. C .S. Finanças Industrializantes: As condições para um novo desenvolvimento nos anos 90. Economia Ensaios, Uberlândia, v.8, p. 73-83, dez. 1993.

_____. Produtivismo e especulação na gestão da riqueza. Um estudo comparado sobre os Estados Unidos, Japão e Alemanha. In: TRANSFORMAÇÕES INSTITUCIONAIS DOS SISTEMAS FINANCEIROS: UM ESTUDO COMPARADO, São Paulo, Fundap/Fapesp, 1998

CARVALHO, A. G. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil – a experiência dos anos 90. Economia Aplicada, São Paulo, v.4, n.3, 2000. p. 595-632

CIEE (Centro de Integração Empresa-Escola) O mercado de capitais no Brasil – Desafios e entraves para seu desenvolvimento. Coleção CIEE, São Paulo, n. 51.

COSTA, F. N. Circuito de financiamento na economia brasileira. Economia e Sociedade, Campinas, n.9, p. 69-93, dez. 1997.

COSTA, F. N & DEOS, S.S. Reflexões sobre o financiamento na economia brasileira. Texto para discussão IE/UNICAMP, Campinas, n. 109, abr. 2002.

COUTINHO, L. Financiamento e Modernização. Rumos, Rio de Janeiro, n. 180, Ano 25, p. 15.

COUTINHO, L & FERRAZ, J. C. (Coord.) A construção de um novo padrão de financiamento: reforma tributária e finanças industrializantes in Estudo da competitividade da indústria brasileira. Campinas, Papyrus-Editora da Unicamp, 1995.

CRUZ, P. R. D. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do pós-guerra. Economia e Sociedade, Campinas, n. 5, p. 65-80, dez. 1994.

GONÇALVES, R. Política Industrial em uma perspectiva de longo prazo. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>

HERMANN, J. Financiamento de investimentos no Brasil: Tendências e Perspectivas nos anos 1990. Boletim de Conjuntura, Rio de Janeiro, v. 17, n. 3, p. 63-72, nov. 1997.

IEDI O Financiamento do Investimento Industrial. In: INDÚSTRIA E DESENVOLVIMENTO - UMA ANÁLISE DOS ANOS 90 E UMA AGENDA DE POLÍTICA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL PARA A NOVA DÉCADA. Disponível em: <http://www.iedi.org.br/index_estudos.htm>. Acesso em: Janeiro de 2002.

MOREIRA, M. M. & PUGA, F.P. Como a indústria financia o seu crescimento. Uma análise do Brasil Pós-Real. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, n. 5 (especial), p. 35-67, 2001.

PEREIRA, T. R. Formação de preços e financiamento empresarial entre os anos 80 e 90 na economia brasileira. Economia e Sociedade, Campinas, n. 14, p. 89-126, jun. 2000.

VALOR ECONÔMICO. Bolsas, securitizadoras e *clearings* ficam livres do pagamento de CPMF, São Paulo, 12 jul. 2002 Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/valoreconomico/materia.asp?Id=1310310>> Acesso em 22 julho de 2002.

ZONENSCHAIN Estrutura de capital das empresas no Brasil. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.Br/conhecimento/revista/rev1003.pdf>> Acesso em: 01/11/2001.