



BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

CONSULPUC - SERVIÇOS TÉCNICOS LTDA

II Curso De Integração Profissional De Adestrandos

O MERCADO DE CAPITAIS

E O

BNDE

MARIA BEATRIZ CABRAL DE LACERDA WERNECK

ABRIL DE 1977



II CURSO DE INTEGRAÇÃO PROFISSIONAL DE ADESTRANDOS DO BNDE

BANCO NACIONAL DO
DESENVOLVIMENTO
ECONÔMICO - D. A.
BIBLIOTECA

O MERCADO DE CAPITAIS

E O

BNDE

Maria Beatriz Cabral de Lacerda Werneck

Abril de 1977

O presente estudo tentará demonstrar porque o mercado de capitais no Brasil é inoperante no que diz respeito à capitalização das empresas nacionais. Para tanto foi feita pequena revisão bibliográfica que em conjunto com conhecimentos obtidos nas mais diversas fontes formaram as idéias que a seguir serão expostas.

O sistema capitalista e o Mercado de Capitais se desenvolvem em conjunto, interagindo entre si. Com efeito a sociedade por ações foi a resposta encontrada pelos países capitalistas ao problema de como levantar grande volume de recursos necessários aos vultosos empreendimentos.

Os países são rotulados de capitalistas ou socialistas de acordo com o sistema econômico que abraçam. Assim, aqueles que acreditam em economia de mercado alinham-se junto aos primeiros e os que acreditam na interferência ou planificação feita pelo Estado, junto aos segundos. Vale à pena notar que existem inúmeras situações intermediárias que vêm sendo estudadas pelos economistas e são hoje conhecidas como: neocapitalismo, capitalismo de estado, etc.

Isto se deve à grande complexidade do sistema econômico e resulta diretamente da ação da iniciativa privada e do governo em suas tentativas de atingir seus objetivos de desenvolvimento. O Mercado de Capitais, como já chamamos a atenção, resultou da necessidade premente dos empreendedores de obter capitais para poderem levar adiante seus empreendimentos. Seu papel reveste-se de fundamental importância sobretudo nos países em que o sistema adotado se enquadra dentro dos moldes de uma economia de mercado.

Na medida em que se tornam necessários aos negócios, desenvolvem-se os intermediários financeiros que, servindo de elo de união entre poupadores e investidores num mercado atomizado (e por isso mesmo eficiente) possibilitam a realização dos diversos projetos, dando à economia condições de bom funcionamento.

O MERCADO DE CAPITALIS NO BRASIL

A vida financeira no Brasil só começou realmente com a vinda da família real portuguesa no século passado. Antes, os assuntos econômicos tinham de passar pelo crivo, em Portugal, onde era considerado à priori não oportuno que o Brasil se desenvolvesse livremente pois seria um modo dele se tornar financeiramente independente e assim não mais propiciar, na sua condição de colônia, o que dele se esperava: fornecedor da metrópole e mercado cativo de seus produtos. Assim, no final do século, o Brasil apenas contava com o Banco do Brasil — que fazia as vezes do Banco Central, da Caixa Econômica Federal, e da Bolsa de Valores e da de Mercadorias, dentre outras.

Os primeiros intermediários financeiros, no Brasil, foram os bancos oficiais e privados. Problemas de rentabilidade e liquidez fizeram com que os bancos privados se voltassem para o mercado de curto prazo.

Na década de 50 foi criado o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, na tentativa de prover a indústria de pelo menos uma fonte de recursos de longo prazo. Na década de 60 foram criados bancos estaduais de desenvolvimento uma vez que aquele banco estatal não poderia arcar com tamanho encargo. Assim ficamos com estas fontes de recursos que, aliadas àquelas já existentes como as várias carteiras do Banco do Brasil, melhoraram a situação do crédito.

Hoje, porém, contamos com um Mercado Financeiro bem diversificado, que, sumariamente, se subdivide em:

Mercado Monetário - intermediando recursos de curtíssimo prazo.

Mercado de Crédito - idem a curto e médio prazos.

Mercado de Capitais - idem, a longo prazo, tendo sido criado também o Sistema Financeiro de Habitação que vem atendendo especificamente ao financiamento do setor imobiliário com recursos de longo prazo.

Com a criação dos Bancos de Investimento em 1965, pela Lei de Mercado de Capitais, tentou-se melhorar o mercado de recursos a longo prazo o que não foi obtido pois que continuava sendo mais atrativo para os intermediários financeiros conceder empréstimos de curto e médio prazos. Desta forma o governo continuou tentando suprir essa deficiência se bem que sempre através de empréstimos mais ou menos subsidiados.

No entanto, numa economia de mercado, espera-se que o aporte de recursos de longo prazo para as empresas seja obtido via mercado de capitais, que converte ativos líquidos em investimentos fixos, empréstimos concedidos a curto prazo em empréstimos tomados a longo prazo, pequenos e médios montantes de capital em grandes montantes, transformando ainda riscos de diferentes graus em um risco razoável e, por conseguinte, aceitável.

Dentro do Mercado de Capitais, o Mercado de Ações reveste-se de extrema importância visto que permite a canalização de recursos para as empresas, não mais através de empréstimos mas sim com aporte de recursos sob a forma de capital de risco.

Em grande parte dos chamados países capitalistas verifica-se que certos setores da economia contam, em maior ou menor grau, com a participação do Estado. Os defensores de economia de mercado têm tendido a aceitar cada vez mais a intervenção estatal nos setores de energia, transportes, educação e outros, principalmente por se tratarem de setores que demandam grandes aportes de recursos, retornos a longo prazo, ou simplesmente por não atraírem investidores por quaisquer motivos e serem atividades vitais ao desenvolvimento de um país. Esta é uma das causas que dificultam rotular uma nação como capitalista ou socialista já que muitos de seus setores têm sido implementados pelo Estado. E ele tem tomado para si uma a uma as tarefas que resultam em maior benefício não só da economia como principalmente dos cidadãos como um todo.

Desta forma vem sendo aceito, mesmo em países como os Estados Unidos, Suécia e Japão, que o Estado tome a si a responsabilidade de prover infraestrutura básica como saúde, educação, transporte, eletricidade, rodovias e ferrovias, portos e aeroportos, etc.

Na medida em que uma economia se desenvolve, certos setores que requerem vultosos investimentos iniciais são preteridos pelos empresários privados, criando-se verdadeiros espaços vazios que o governo tende a preencher. No entanto, a proliferação desses espaços vazios é, na realidade, uma consequência do desenvolvimento inadequado do mercado de capitais e principalmente de sua subdivisão, o mercado de ações.

Após o "Boom" de 1971 o governo, a fim de dinamizar este mercado, destinou parte do imposto de renda devido a ser devolvido ao contribuinte que, através de um Banco de Investimento, aplicaria em ações. Hoje verificamos que os chamados Fundo 157, decorrentes do Decreto-Lei 157, trouxeram mais uma distorção — a concentração de recursos nas mãos dos banqueiros. Do valor patrimonial global de tais fundos, 92% estão nas carteiras de 8 dos principais Bancos de Investimento.

O FUMCAP, criado em 1971, também se destinou a revigorar o mercado. No entanto, possivelmente devido a haver entre as entidades, não só nacionais (Banco Central, Caixa Econômica Federal e Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico) mas também internacionais (AID e IFC), o fundo jamais teve a flexibilidade que dele se exigia para que pudesse atingir seus objetivos. Após apenas três operações de underwriting ele foi abandonado.

Em 1974, o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico criou (a partir de um estudo conjunto dos Ministérios do Planejamento, da Fazenda e da Indústria e Comércio, aprovado pelo Conselho do Desenvolvimento Econômico) mais três subsidiárias: FIBASE, IBRASA e EMBRAMEC, que iriam tentar implementar as políticas de capitalização da empresa privada nacional. A IBRASA, além disso, tinha como objetivo revitalizar o mercado de capitais.

O PIS e o PASEP, criados em 1970, também tiveram seus recursos levados para a Bolsa de Valores em maior ou menor grau. Hoje estão sendo aplicados pelo Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico que movimenta uma pequena parte no Mercado de Ações, preferindo aplicar em empréstimos de longo prazo uma vez que é obrigado a apresentar uma rentabilidade mínima, além da correção monetária, da ordem de 3% líquidos.

No ano passado, mais uma vez um programa foi iniciado visando melhorar o mercado de ações bem como diminuir os níveis de endividamento das empresas, considerados muitos altos. O PROCAP, como vem sendo chamado decorre de 3 (três) resoluções do BNDE, que levaram os números 491, 492 e 493. A Resolução 491, editada pela 493, autorizava a abertura de linhas de crédito aos Bancos de Investimento para financiamento de subscrição de ações com imediata revenda aos acionistas de empresas nacionais enquadráveis em determinadas características (Decreto-lei 1452, ampliado pelo Decreto-lei 1471) ou de operações de "underwriting". A Resolução 492 previa como que um seguro a ser garantido às sociedades corretoras após a análise de cada proposta de abertura de capital. Na mesma linha de atuação temos a Resolução 498 que abriu linhas de crédito no valor de Cr\$ 500 milhões cada, às subsidiárias do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico: IBRASA, FIBASE e EMBRAMEC.

O PROCAP, criado para responder às críticas, cada vez mais intensas, da área privada, ao processo de estatização que se observa na economia brasileira, objetivava basicamente capitalizar as empresas nacionais as quais, ao longo dos últimos anos, no esforço para atender ao crescimento do mercado sem perder a sua participação, vinham sofrendo um processo crescente de endividamento em consequência não só da natural dificuldade de conquistar recursos não exigíveis mas também, em muitos casos, de o endividamento ser mais conveniente, dada a estrutura de taxas de juros negativos existentes nos financiamentos concedidos por órgãos oficiais. Exemplificando, em muitos casos o empresário preteria o mercado de ações em favor do BNDE, instituição que lhe limitava a correção monetária dos empréstimos a um teto máximo de 20% ao ano.

Enfim, o PROCAP, materializado pelas Resoluções 491 e 492, previa a abertura de linhas de crédito a Bancos de Investimento privados tendo em vista o financiamento da aquisição de novas ações de empresas nacionais pelos acionistas ou pelos Bancos, na hipótese de estes não conseguirem

rem colocá-las junto ao público.

Esse mecanismo foi cercado de amplo aparato publicitário e visava incentivar a capitalização de empresas atuando seletivamente em termos de setor de atividade, dimensão das empresas (ênfase para as pequenas e médias), bem como situação geográfica.

Um dos pontos mais positivos do Programa é a exigência de participação do empresário com um mínimo de 30% no aumento de capital na forma de recursos próprios, se bem que naquelas beneficiáveis pelos incentivos fiscais da SUDAM e SUDENE essa exigência seja de apenas 10%.

Não obstante as boas intenções do legislador, uma série de deficiências imprevistas contribuiu para impedir que o Programa atingisse plenamente os seus objetivos.

A primeira surpresa surgiu quando verificou-se que a modalidade "underwriting", que se julgava constituiria o forte do PROCAP, reduziu-se, até o presente momento, a menos de 10% do valor desembolsado dos quase 50% de recursos da linha que já foram utilizados. Isso revela a extrema incapacidade dos agentes financeiros de atuarem na área de investimentos, acostumados que estão a se constituírem em meros repassadores de crédito.

Outro problema foi o surgimento de irregularidades com frequência bem acima da esperada. Isso se deveu, certamente, às distorções criadas pelo elevado subsídio. Assim, uma inflação de pelo menos 40%, superior ao teto de 20% da correção monetária significava que, já no primeiro ano, o governo teria uma perda real de 400 milhões, perda que o governo solicitava aos Bancos de Investimentos que fosse, por seu intermédio, transferida às empresas carentes de capitalização. Ora, no decorrer do processo, alguns não resistiram à tentação de criar artifícios para apropriar-se de parte do benefício que deveriam transferir integralmente.

Há, evidentemente, ainda alguns outros problemas. Um deles é que o PROCAP não está promovendo a pulverização da posse de ações, pois é extremamente complexo para poder ser utilizado com minoritários. A uni-

ca vez em que se tentou alcançar os minoritários com os benefícios do Programa (Caso da Cosigua) a experiência não foi bem sucedida.

Com o novo PROCAP, atualmente em fase de regulamentação, alguns aspectos negativos poderão ser contornados, por exemplo, exigindo-se a utilização de um percentual mínimo da linha em operações de "underwriting" e maior vigilância à conduta dos Bancos de Investimento. Outros, como os efeitos distorsivos do subsídio, são inevitáveis.

De qualquer maneira, deve-se ressaltar o grau de consciência já atingido pelo governo quanto à relevância da necessidade de capitalização das empresas, pois foi apenas para o novo PROCAP que foi restabelecida a limitação da correção monetária a 20%.

Cabe ainda o registro da constituição de um novo fundo: o Fundo de Participação Social, como sub-conta do Fundo PIS/PASEP. Os recursos deste fundo serão destinados a investimentos sob a forma de ações ou debêntures. Muito embora seja cedo para dizer como esse novo mecanismo virá a operar é interessante ressaltar que já está prevista a transferência de ações de propriedade da União para o Fundo.

A conclusão que se poderia ter seria a de que o mercado se encontra demasiado distorcido para que alguma medida efetiva possa ser tomada, se bem que sempre haja a intenção de minorar os efeitos negativos decorrentes desta situação.

Os argumentos aqui utilizados baseiam-se, entretanto, em mercados absolutamente perfeitos. Monopólios, carteis, trusts e outros, distorcendo a oferta, forçaram várias nações capitalistas a implementarem leis e regulamentos que cerceassem a liberdade das empresas quanto a manobrar o mercado. Do mesmo modo que se tentou coibir as empresas de usarem métodos desleais para conquistarem os mercados internos, tentou-se também proteger as industriais nacionais de suas concorrentes internacionais. Mas mesmo assim se mantêm distorções quanto ao aporte de recursos para empresas menores. Empresas bem conhecidas são favorecidas quando necessitam de capitais por empréstimo ou mesmo por capitalização. Torna-se então necessário criar-se agências especiais para as proteger. Setores da economia

às vezes tornam-se muito mais rentáveis que outros acarretando que os recursos disponíveis para investimento sejam para lá canalizados. Se bem que isso seja normal numa economia de mercado e que teoricamente seja deste modo que o equilíbrio seja encontrado, faz-se mister orientar direta ou indiretamente esses recursos a fim de que todos os setores se desenvolvam harmonicamente.

No Brasil o Mercado de Ações era inoperante para capitalizar efetivamente as empresas privadas nacionais. Até meados da década de 60 apenas uma meia dúzia de ações de empresas de economia mista como Vale do Rio Doce, Banco do Brasil, Belfgo Mineira, Petrobrás e outras poucas do setor privado já de maior porte, como Bhrama, Souza Cruz, Lojas Americanas, Listas Telefônicas Brasileiras eram responsáveis por mais de% das negociações diárias. O volume transacionado diariamente tampouco era alto e a clientela das Bolsas de Valores era formada quase que apenas pelos grandes investidores individuais que depois de terem aplicado fortemente no mercado de Imóveis procuravam investir em ações como forma de diversificação.

Mas pouco a pouco a rentabilidade das ações foi aumentando, não tanto por uma melhoria intrínseca dos papéis mas muito mais pela pequena quantidade que era oferecida e uma demanda cada vez maior. E a demanda foi aumentando e a oferta não acompanhou. Isso levou ao que uns chamam de boom da bolsa de valores de 1971 e ao que outros chamam de encilhamento do mercado de ações através de um processo que hoje se estaria repetindo no mercado imobiliário.

Junho/Julho de 1971 os preços foram se elevando tendo chegado a níveis absurdos - os PLs de várias ações ultrapassaram a casa dos 50 o que, tecnicamente, quereria dizer que seriam necessários mais de 50 anos para se ter de volta o capital nelas empatado. Não obstante houve sempre quem comprasse na esperança de que a alta continuasse. Logicamente, entretanto, aqueles investidores mais experientes decidiram que era tempo de abandonarem este mercado pois que os preços naqueles níveis não mais propiciariam, no futuro, rendimentos condizentes com os capitais empatados. Assim foram-se desfazendo, pouco a pouco, de suas posições. E quando o processo de saída de recursos ficou quantitativamente maior que o de entrada houve uma

brusca reversão da tendência altista e a maioria dos pequenos e médios investidores que haviam entrado no mercado entre 1969 e 1971 viram grande parte de suas poupanças perdida e, naturalmente, passaram a desacreditar o mercado de ações.

Uma explicação freqüente quanto à omissão das autoridades governamentais seria a de que, em primeiro lugar, elas nunca esperaram que o processo de alta fosse tão longe e, por conseguinte, tão pouco supuseram tão drástica queda. Em segundo lugar esperavam que desta euforia que acompanhava os altos lucros obtidos se aproveitasse uma divulgação do mercado acionário que seria depois regulamentado, mantendo interessadas muitas pessoas que continuariam canalizando suas poupanças neste sentido.

Desta forma, como por exemplo no Mercado de Capitais, quando se oferecem recursos subsidiados, além destes serem mais procurados, seus tomadores alterarão com isso suas estruturas de capitalização e endividamento, resultando numa alteração de sua composição de custos, que reverterá numa possível modificação nos preços de seus produtos. Além disto estes subsídios podem levar os empresários a tomar decisões que talvez não tomassem, como aumentar a capacidade produtiva, realocar sua planta industrial, implantar determinada indústria em certo local e outros, além de, muitas vezes, simplesmente, serem levados a contrair dívidas além de suas capacidades. Essas decisões são tomadas com a preocupação simplista de obterem recursos a custos inferiores aos de mercado. Desta forma, dependendo dos dirigentes das empresas beneficiadas, estes recursos subsidiados poderão ser desviados, provocando situações que terão de ser corrigidas, quem sabe, através de novos créditos subsidiados, num círculo vicioso.

Convém lembrar que o subsídio, sendo usado como panacéia tem sua atuação prejudicada. Para ser eficaz, ele deveria ser concedido com muito cuidado, apenas onde se verificasse sua real necessidade, sendo traçados limites de atuação e normas criteriosas para evitar a dispersão e massificação do benefício.

No entanto o que se vem observando é uma tendência inversa. Assim, além de não se favorecer o desenvolvimento de uma economia de mercado, tão pouco vêm sendo obtidos resultados quanto a certos objetivos políticos como desconcentração da renda e da riqueza. Observa-se, por exemplo, a partir dos balanços das empresas nacionais, privadas ou não, bem como das multinacionais, uma tendência para a formação de grupos econômicos poderosos, em detrimento das pequenas e médias empresas privadas nacionais. E os chamados vazios da economia continuam não sendo preenchidos, levando o Estado a intervir sempre que seja observada a possibilidade de configurar-se a falta de quaisquer bens ou serviços considerados imprescindíveis.

E continuarão sendo tentados mecanismos que fortaleçam a empresa privada nacional. Taxas altas inibindo a importação, subsídios à exportação, taxas e confiscos cambiais, isenção de taxas e impostos, fundos especiais, foram e serão alguns dos meios escolhidos. Criação de empresas ou amparo às já existentes com recursos subsidiados serão outros.

O Sistema BNDE, como é atualmente denominado, vem tentando atuar de modo sistêmico nesta tarefa, não só através de empréstimos exigíveis concedidos a taxas mais ou menos subsidiadas como também através da capitalização (EMBRAMEC, IBRASA, FIBASE, DERECA), além de uma participação crescente no Mercado de Ações. No entanto esta atuação também pode acarretar distorções no mercado financeiro, bem como no de mercado de bens e serviços onde tais empresas atuam, uma vez que a redução de seus custos financeiros redundará na redução do custo de seus produtos. Isto as torna mais competitivas mas não mais eficientes. A redução de seus custos é devida não à melhoria de seu sistema produtivo e sim à redução de seus custos financeiros. Desta forma até mesmo se poderá dar a situação de pequenas e médias empresas serem alijadas do mercado, apesar de serem produtivas e bem administradas, devido a não poderem competir em termos de preço com aquelas que obtiveram tais benefícios.

Entretanto, na medida em que o BNDE e suas subsidiárias melhor se integrarem, através de um planejamento global que tenha em mira o desenvolvimento racional da economia, parte das distorções atualmente existentes poderão ser minimizadas, possibilitando que, sobre esta nova realidade econômica, possa ser programada uma política mais voltada para o bem estar social.

Mas não é apenas de liberdade que o mercado necessita. Além de leis incentivadores e liberais que concedam oportunidades às atividades econômico-financeiras, há de haver um mínimo de ética e boa conduta comercial dentro do campo dos negócios, sem as quais não adiantam leis bem formuladas e jurisdição efetiva.

É necessário haver uma certa estabilidade econômica como um todo e a inflação, se não for possível restringir por completo, ser mantida em níveis aceitáveis. Se não houver segurança para proteger suas poupanças os pequenos poupadores preferirão consumir ou desviá-la do mercado. Assim a incerteza quanto à taxa real da inflação pode levar o investidor poupador a tomar uma atitude de relutância quanto ao destino de suas economias e deste modo preferir consumir e acumular bens a poupar títulos ou dinheiros.

Além disso há de haver uma estrutura adequada para o crescimento e fortalecimento dos intermediários financeiros. E o papel do mercado de capitais nesse processo decorre de sua atribuição básica de promover a formação de capital, ligar poupança e investimento e aumentar a eficácia do capital disponível.