

Os efeitos da conversão sobre a economia brasileira e o mercado de capitais

— Balanço de um semestre

ARNOLDO WALD

Advogado e Professor Catedrático da Faculdade de Direito da UERJ e Presidente da CVM — Comissão de Valores Mobiliários

A conversão de dívida em participação acionária, na sua nova formulação, pela legislação brasileira, está completando seis meses e revelando uma experiência fecunda e do maior interesse, tanto para os credores estrangeiros como para o nosso País.

Não se pode, todavia, apreciar os seus resultados sem enquadrá-la no contexto econômico e político atual, examinando rapidamente as premissas nas quais o Governo brasileiro se fundamenta para planejar o futuro do País. Tivemos, durante algum tempo, uma economia relativamente fechada, com restrições protecionistas da nossa indústria nascente, e uma política econômica que se concentrou na substituição das importações. A participação do Estado na economia se justificou, historicamente, pela falta de recursos privados para enfrentar os custos dos grandes e inadiáveis empreendimentos, abrangendo tanto a infra-estrutura como a criação da indústria pesada, numa fase em que o País teve que recuperar o tempo perdido, conquistando uma posição entre os países desenvolvidos. Passamos, muito

rapidamente, de uma economia rural e agrária, dominada pelas importações, para uma economia predominantemente industrial e urbana, sem que a poupança interna e os investimentos privados nacionais acompanhassem o ritmo desejável de crescimento que deles se exigia.

Essa marcha forçada da economia brasileira fez com que, por longo tempo, ela utilizasse, como ingredientes básicos, os investimentos e financiamentos internacionais e os recursos públicos, que permitiram a formação das nossas importantes sociedades de economia mista e o financiamento, inicialmente subsidiado, de algumas empresas industriais privadas.

Em meio século transformamos um país de economia ainda relativamente rudimentar, exportador de matérias-primas e de produtos agrícolas, que era o Brasil de 1938, na 8.ª economia do mundo ocidental que é hoje.

Ocorre que o ciclo dos financiamentos internacionais a longo prazo e a custos baixos terminou e que, também, o Estado brasileiro não tem mais condições de financiar o seu desenvolvimento, pois enfrenta uma dívida imensa, o *deficit público* e uma inflação, com os quais não quer nem pode mais conviver.

Neste contexto, o Brasil decidiu reingressar na comunidade financeira internacional, mediante sucessivos acordos com os bancos credores, com o FMI e com o Clube de Paris, que o Ministro da Fazenda acaba de concluir com sucesso e nas condições mais favoráveis.

Por outro lado, o Governo brasileiro decidiu dar prioridade à redução do papel do Estado, desregulando, desestatizando e privatizando a sua economia e, simultaneamente, modernizando a indústria, melhorando a sua tecnologia e adotando uma política de liberalização crescente do comércio, a fim de permitir a competição internacional e abolir "um dirigismo ultrapassado e incompatível com os anseios de liberdade e desenvolvimento" (1).

Essa nova orientação governamental significa a internacionalização da nossa economia, no plano industrial e comercial, uma política de produção dirigida para a exportação e a consagração da importância das *joint ventures* com empresas estrangeiras, não obstante algumas restrições protecionistas que perduram em nossa nova Constituição. Complementarmente, no plano interno, o Brasil reconhece a necessidade de fortalecer rapidamente o mercado de capitais, como "financiador do desenvolvimento econômico e propulsor da democratização da propriedade", considerando outrossim a pulverização da propriedade das ações e a subscrição das mesmas pelos empregados das empresas como instrumentos relevantes de harmonia social (2).

(1) Pronunciamento do Ministro da Fazenda Malson da Nóbrega, em documento de 16-5-1988, aprovado pelo Presidente da República, pelos demais Ministros e pelos Governadores de Estado, publicação do Ministério da Fazenda, 1988, p. 4.

(2) Documento e local citados na nota anterior.

Embora discutida há longo tempo e incentivada, em determinadas ocasiões, sob a forma transitória⁽³⁾, a conversão tornou-se institucionalizada e eficiente a partir da Resolução n.º 1.460, do Conselho Monetário Nacional, de 1.º-2-88, que ensejou o primeiro leilão, realizado em 29-3-1988, e, desde então, repetido, mensalmente, em várias cidades do País, sempre com o mesmo valor de US\$ 150,000,000.00 e as mesmas regras.

Nestes nove meses, a partir da nova regulamentação, foram convertidos mais de dois bilhões de dólares, sendo aproximadamente US\$ 1,000,000,000.00 em virtude dos leilões, US\$ 800,000,000.00 em casos em que houve requerimentos anteriores à nova resolução, mas decididos depois delas, e US\$ 400,000,000.00 em casos de dívida vincenda, que não estão sujeitos a deságio, mas tão-somente à redução do valor registrado como capital estrangeiro.

O balanço dessas operações nos revela que elas beneficiaram preponderantemente a indústria de transformação (que nos leilões recebeu 66,3%), na qual se destacam os investimentos feitos nas áreas de material eletrônico (17,1%), de celulose (11%) e nos setores químico e petroquímico (9,4%) e têxtil (6%). Em segundo lugar se colocam os investimentos em serviços (20%) entre os quais tem posição privilegiada o turismo (8%).

Entre os países cujos investidores fizeram a conversão, estão em primeiro lugar os Estados Unidos (com 38%), em segundo o Japão (com 16%), em terceiro lugar a França (com 10%) e em quarto a Grã-Bretanha (com 6,6%). Cabe salientar que têm valores pouco relevantes a Alemanha (1%) e a Itália (0,3%), indicando assim que o conceito de conversão está sendo aceito gradativamente nos diversos países credores, com maiores resistências em alguns deles.

Quanto às regiões favorecidas, o primeiro lugar cabe a São Paulo (com 41%), sendo o segundo e terceiro da área incentivada (22% para a Bahia e 15% para o Amazonas). Mas é estranho que tenha havido pouca conversão para os Estados do Sul do País e em particular o Paraná, Santa Catarina e o Rio Grande do Sul, que são áreas tradicionais de imigração estrangeira e contam com bom parque industrial.

Nas operações de leilão funcionaram com sucesso 30 corretoras, comprovando assim o interesse despertado e devendo ser salientado que cada

(3) A Conversão já era prevista pelo Decreto n.º 55.762, de 17-2-1965, e foi posteriormente objeto da Resolução do Conselho Monetário Nacional n.º 432, de 23-6-1977, dos Decretos-Leis n.ºs 1.598/77 e 1.654/78, 1.994/82 e 2.021/83, tratando ainda da matéria a Carta-Circular n.º 1.125/84 e as Resoluções CMN n.ºs 1.189/86 e 1.416/87, não tendo conseguido ser viabilizado este último documento, que estava vinculado à securitização da dívida externa e ao seu reescalonamento.

leilão, amplamente coberto pela imprensa, constituiu uma verdadeira festa do mercado de capitais.

Se, no passado, a conversão foi polêmica e, durante algum tempo, ensejou resistências burocráticas e políticas, atualmente as suas virtudes básicas são reconhecidas pelo mercado e pela opinião pública, não obstante algumas eventuais reservas quanto ao seu modo de execução.

Não há dúvida que ela diminui a dívida, reduz o pagamento dos juros e transforma os antigos credores em sócios, interessados no crescimento e na prosperidade das empresas brasileiras.

Por outro lado, a conversão enseja a volta ao País do capital estrangeiro, sem o qual nenhum cenário futuro da nossa economia pode ser otimista. As autoridades governamentais e o BNDES tiveram recentemente o ensejo de reconhecer que somente no "Cenário da integração competitiva", contando com importantes recursos externos, o Brasil poderá chegar ao ano 2000 com um PIB de 700 bilhões de dólares (de 1986), equivalente ao das maiores economias européias e com uma renda *per capita* de cerca de US\$ 4.000.00, próximo ao da Espanha de hoje (4).

Na realidade, o capital convertido importa em criação de riqueza e de empregos, em novas fontes de produção, ou de comercialização, e constitui certamente um catalizador do desenvolvimento econômico do País, evitando a exportação de capitais que é incompatível com a fase que o Brasil atualmente atravessa.

Para os bancos credores, a conversão reduz os prejuízos, permite uma recuperação mais rápida do capital e tem efeitos positivos sobre a apresentação dos seus balanços, sem modificar a realidade dos fatos e atendidas as boas práticas contábeis. Ensejando novas operações, a conversão também cria um maior interesse para que as instituições credoras possam continuar a trabalhar com o país devedor, especialmente em operações de investimento, importação e exportação, mas também no *project financing*, na engenharia financeira e possivelmente, numa determinada fase, no próprio financiamento.

É evidente que nenhum país do mundo pode viver fora da comunidade financeira e que as dimensões e as ambições econômicas do Brasil não nos podem levar a pedir, ou aceitar, o perdão da dívida, embora caiba negociá-la da melhor maneira possível, o que foi feito. Uma vez acertada a modalidade de pagamento, a conversão passa a ser um elemento que facilita a sua execução, no interesse mútuo do credor e do devedor.

(4) *Síntese dos cenários para a economia brasileira 1987-2000*, publicação do BNDES, p. 10 e estudo BNDES nº 10 intitulado *O capital estrangeiro na indústria brasileira: atualidade e perspectivas*, 1988.

Os argumentos que acabamos de citar se aplicam a todos os casos de conversão, mas há outros peculiares ao Brasil que se revestem da maior importância.

Em primeiro lugar, a participação acionária decorrente da conversão pode ensejar *joint ventures*, que trazem e trarão ao Brasil novas tecnologias não suscetíveis de serem adquiridas de outro modo, porque os seus detentores não as querem vender para receber *royalties*. Além da tecnologia mais adiantada, os investidores estrangeiros podem facilitar o acesso dos nossos industriais a novos mercados e a novas fontes de recursos. Muitas vezes, a conversão permitirá que um industrial estrangeiro passe a fabricar, no todo ou em parte, os seus produtos no Brasil, para uso doméstico, mas também, eventualmente, para a exportação, que poderá ser oportuna em virtude das condições internacionais.

Assim sendo, a conversão constitui um fator de modernização do País, pelas inovações que introduz, tanto no plano técnico como organizacional e mercadológico. Essa colaboração do capital estrangeiro se torna tanto mais relevante que a abertura da economia brasileira enseja um novo desafio, obrigando as nossas empresas a produzirem em condições e preços internacionais, sem subsídio e, geralmente, sem reserva de mercado.

O Brasil está assistindo a uma revolução econômica que completa o programa de democratização política. O Estado onipotente e onipresente do passado, o Estado industrial, comerciante e banqueiro vai reduzir a sua atividade, extinguindo o ciclo da economia subsidiada e paternalista e concentrando as suas atividades nas funções essenciais que cabem ao Poder Público e se referem à defesa externa e interna do País, educação e saúde etc. . . (5). Acaba assim a fase do Estado tecnocrático para ressurgir um Estado liberal, cujo planejamento abrangerá o controle do sistema em funcionamento e que, para a economia privada, será dialogado, consensual e meramente indicativo (6). Este é o resultado tanto da nova Constituição que está entrando em vigor, como das dificuldades financeiras que o governo brasileiro está enfrentando, ao ter que reduzir o seu orçamento, para 1989, em cerca de 20%, sob pena de não superar a atual situação do *deficit público*.

Assim sendo, os recursos para as empresas privadas, que se substituirão em parte às estatais, devem ser encontrados no mercado externo,

(5) Em discurso proferido em 12-8-1988, por ocasião do 50º aniversário da Confederação Nacional da Indústria, o Presidente José Sarney afirmou que "O Estado não mais dispõe de recursos para investimentos, a não ser aqueles indispensáveis aos programas típicos de governo, tais como energia, transportes, telecomunicações e área social".

(6) Discurso citado na nota anterior e art. 195 do Projeto de Constituição (2º substitutivo do relator).

mediante investimentos internacionais, e no plano interno, no mercado de capitais.

Cabe, agora, assinalar as repercussões que a conversão está tendo no mercado acionário, dando-lhe novas dimensões quantitativas e qualitativas.

É sabido que o mercado brasileiro representa uma capitalização de cerca de US\$ 30,000,000,000.00, abrangendo 987 companhias abertas das quais são efetivamente negociadas 631 em Bolsas e 298 no mercado de balcão. Na realidade, podemos afirmar que *a grosso modo* são dez companhias de primeira linha e cerca de uma centena de segunda linha que são constantemente negociadas⁽⁷⁾, abrangendo uma parte substancial de sociedade de economia mista⁽⁸⁾, nas quais o Estado é o controlador, mas que obedecem às normas da lei das sociedades anônimas e à regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários. Levantamentos recentes, mas aproximados, revelam outrossim que teríamos, no Brasil cerca de quatro milhões de acionistas e de seis milhões de quotistas de fundos⁽⁹⁾.

Não há dúvida que o mercado brasileiro é muito pequeno, quer examinemos o seu valor em números absolutos, quer atendamos à proporção entre o valor da capitalização de Bolsa e o PNB, quer comparemos o número de acionistas existentes com o de outros países.

Em números absolutos, basta lembrar que o nosso mercado corresponde a 1% do americano e a menos de 1% do japonês, sendo inferior aos mercados de Hong Kong, Coréia do Sul e Taiwan.

A proporção entre capitalização em Bolsa e PIB, no Brasil, é de 10%, colocando-se em nível equivalente à Transjordânia e a Malásia, enquanto alcança cerca de 80% no Japão e na Inglaterra, ou seja oito vezes mais.

No tocante ao número de acionistas, também nos posicionamos longe dos países desenvolvidos. Os Estados Unidos contam com quase cinquenta milhões de acionistas, e as maiores nações européias e o Japão estão alcançando os dez milhões, fazendo com que nos Estados Unidos, na Inglaterra e na França haja um acionista para cerca de 5 habitantes, enquanto no Brasil a relação é de um para 25 ou 30⁽¹⁰⁾.

(7) Em 1987, a participação percentual das ações mais negociadas era a seguinte: as 5 mais negociadas representavam 54%, as 10 mais negociadas 59%, as 50 mais negociadas 79,5% e as cem mais negociadas 88,4%. Estes números revelam uma concentração já decrescente em relação aos anos anteriores.

(8) No volume negociado as empresas privadas nacionais representavam em 1987, 55%, as estatais 42% e as multinacionais quase 3%.

(9) Os últimos estudos feitos para o Codimec esclarecem que haveria cerca de 4 milhões de acionistas atualmente no Brasil.

(10) Os dados são baseados nos estudos do Codimec e da COB (Commission des opérations de Bourse) da França.

Acresce que a média do P/L das ações brasileiras também representa valor muito reduzido em relação à dos demais países, sendo cerca de um terço da média norte-americana e um décimo da japonesa, bastando lembrar que certas ações estão sendo negociadas, nas Bolsas brasileiras, por 30% ou 40% do seu valor patrimonial⁽¹¹⁾.

Finalmente a valorização das ações brasileiras tem sido, no primeiro semestre de 1988, uma das mais altas do mundo, aumentando, na média em mais de 30%, em dólares norte-americanos.

É evidente que este mercado, que foi renovado há cerca de vinte e cinco anos atrás⁽¹²⁾ e revigorado há doze, pela nova legislação referente às sociedades anônimas e à Comissão de Valores Mobiliários⁽¹³⁾ está sendo, atualmente, fortalecido e transformado pela conversão da dívida.

Durante os primeiros oito meses do ano passado (até 1.º-9-1988), as sociedades abertas e as Bolsas receberam, em virtude da conversão, mais de 300 milhões de dólares. Embora os fundos só tivessem convertido, em leilão, menos de US\$ 10,000,000.00, as operações de conversão beneficiaram Carteiras de Investimento, como a do Banco Montreal, com US\$ 70,000,000.00, e sociedades de participação, como a Equitypar, com US\$ 80,000,000.00. Por outro lado, houve investimentos diretos em empresas abertas como a Suzano e outras, representando cerca de US\$ 150,000,000.00⁽¹⁴⁾.

Cabe salientar que, durante o mesmo período (1.º-1-1988 a 1.º-9-1988) os fundos de dinheiro novo ingressaram ou se obrigaram a ingressar no mercado com quase US\$ 300,000,000.00, abrangendo o Fundo Brasil e os demais *private placements*⁽¹⁵⁾, o que, somando os recursos dos Fundos de *new money* com os de conversão, significa uma contribuição internacional de cerca de US\$ 600,000,000.00. Se compararmos este valor com

(11) Ver o artigo "Go south young man" in *The Economist*, de 16-4-1988, p. 89.

(12) A nova regulamentação do mercado de capitais brasileiro data da Lei nº 4.728, de 14-7-65.

(13) A lei das sociedades anônimas é a de nº 6.404, de 15-12-76, e a que criou a Comissão de Valores Mobiliários é a de nº 6.385, de 7-12-76.

(14) O programa de conversão beneficiou, além da Montreal já citada, a Brasmotor (US\$ 50 milhões), Equitypar (US\$ 80 milhões) que não estavam sujeitos ao leilão por terem sido feitos os pedidos na vigência da carta-circular 1.125, antes da atual regulamentação. As principais empresas que obtiveram recursos da conversão em virtude de operações posteriores à Resolução nº 1.460, foram a Suzano — empresa de celulose — e a Itaparica, na área de turismo.

(15) São atualmente vinte fundos de *new money* que operam com *private placements* e um de colocação pública (*Fundo Brasil*).

o volume de emissões públicas de capital, verificamos que o ingresso de recursos externos já ultrapassa a média anual das emissões realizadas, constituindo pois um importante ingrediente para a renovação do mercado.

A divisão dos investimentos decorrentes da conversão, abrangendo tanto as emissões primárias como as secundárias e, inclusive, as *joint ventures* com empresários nacionais, evidencia uma contribuição equilibrada para o desenvolvimento da nossa economia.

A conversão brasileira constitui, pois, um elemento renovador do mercado, numa época em que se critica muito a distorção sofrida pelas operações de Bolsa, que, em alguns países, substituíram o investimento pela especulação e cujos recursos não mais irrigam as empresas, mas se movimentam em circuito fechado, dentro do sistema, sem criação de riqueza e de empregos⁽¹⁶⁾. Neste sentido a expansão do mercado também foi objeto de recente campanha das Bolsas de Valores e outras entidades, que pretendem duplicar o número de empresas abertas a fim de aumentar as ações negociadas em Bolsas. Simultaneamente, o trabalho da Comissão de Valores Mobiliários no sentido de evitar a concentração⁽¹⁷⁾, moralizar as operações de mercado mediante a adequada fiscalização, fixar as responsabilidades do administrador de carteira⁽¹⁸⁾, e proteger, os pequenos investidores⁽¹⁹⁾, aprimora a qualidade da negociação em Bolsa.

A transformação qualitativa e o atendimento aos padrões internacionais também defluem da presença, no mercado brasileiro, de cerca de sessenta fundos de conversão, que representam os maiores bancos e corretoras inicialmente dos Estados Unidos, mas já agora também da Holanda, da França, da Itália e do Japão. Na medida em que as ações brasileiras estão sendo conhecidas e analisadas no exterior, por serem negociadas nas operações de conversão, as empresas abertas aperfeiçoam o seu sistema de informação e as corretoras e Bolsas passam a adotar os padrões internacionais, que se substituem aos nacionais anteriormente consagrados.

(16) Neste sentido, Louis Lowenstein, *What's wrong with Wall Street-Shortterm Gain and the Absentee Shareholder*, Addison-Wesley Publishing Cy, 1988, p. 29.

(17) A instrução nº 77 da CVM, de 11-5-88, estabeleceu normas para evitar a concentração.

(18) Está em audiência pública Instrução regulando a responsabilidade dos administradores de carteira, conforme edital publicado no *Diário Oficial* da União, de 18 de maio de 1988.

(19) Para a mais adequada proteção dos pequenos acionistas, a CVM baixou a Instrução nº 80, de 22-6-88, e colocou em audiência pública minuta de Instrução sobre recepção de pequenas ordens de compra e venda pelas Bolsas de Valores, conforme edital publicado no *Diário Oficial* da União, de 29 de junho de 1988.

Do mesmo modo que a produção industrial se amolda a novos modelos para fins de exportação, o mercado de capitais brasileiro, ao ingressar na fase da internacionalização, opera uma revisão dos seus padrões, tanto técnicos quanto éticos, para compatibilizá-los com as normas internacionalmente aplicáveis.

A maior garantia da *full disclosure*, o combate às manipulações e ao *insider trading*, a melhor coordenação entre as várias Bolsas e os diversos mercados são pois subprodutos importantes da conversão, que, com ela, passam a adquirir maior densidade e a corresponder a uma convicção generalizada do mercado, também denominada *opinio necessitatis*, sem prejuízo da elaboração das leis e regulamentos cabíveis⁽²⁰⁾.

Em todos os países, nos quais houve um rápido aumento do mercado de capitais, este decorreu de algum fato externo, como o incentivo fiscal, a privatização ou a internacionalização.

No Brasil, o mercado nasceu com incentivos fiscais e financiamentos subsidiados, que hoje já não mais existem, nem se justificam. A sua nova fase de expansão, renovação e fortalecimento há de ser baseada na conversão, na internacionalização e na privatização.

Quanto a esta última, cabe lembrar que o Brasil abandonou a fase meramente discursiva e já está agora num plano efetivo de privatizações, que já ocorreram e deverão ocorrer, utilizando as Bolsas e o mercado de capitais, de modo a garantir a transparência das operações e a pulverização das ações, cabendo inclusive às instituições financeiras serem as montadoras e catalizadoras das operações, de acordo com o exemplo dado pela Inglaterra e pela França⁽²¹⁾.

No ano passado, foram privatizadas cerca de dez empresas e os recentes leilões de Caraíba Metais e de Aracruz, como também os já programados em relação à Mafersa e outros evidenciam a possibilidade de privatizações anuais que facilmente poderão alcançar um bilhão de dólares.

A presença nas Bolsas de Valores e no mercado de ações dos investidores estrangeiros, das empresas privatizadas e das subsidiárias das multinacionais dará um outro aspecto à economia brasileira.

(20) A CVM elaborou e mandou ao Poder Executivo projetos de lei para a repressão penal, civil e administrativa das manipulações e do *insider trading* assim como dos demais ilícitos praticados contra o mercado de capitais, que deverão em breve ser remetidos ao Congresso Nacional.

(21) Resolução nº 1, do Conselho Federal de Desestatização publicado no *Diário Oficial da União*, de 19-8-1988.

Simultaneamente a venda de ações aos empregados em condições especiais, mediante a adoção do sistema do ESOPs (Employee Share Ownership Plan), que tanto sucesso fez nos Estados Unidos e que está sendo implantado na Europa ⁽²²⁾, poderá dar um cunho social importante à evolução do mercado de capitais, cabendo assinalar que, nas privatizações já realizadas, no Brasil, um certo percentual (entre 10 e 5%) das ações tem sido reservado aos trabalhadores da empresa.

A criatividade do mercado enseja novas formas de títulos como, por exemplo, as debêntures participativas e as debêntures perpétuas, as cédulas representativas de debêntures e as letras de desenvolvimento, que poderão completar o rol de papéis negociáveis.

A utilização da conversão no mercado de capitais tem, pois, um incontestável efeito multiplicador para a economia brasileira, permitindo uma boa rentabilidade ao acionista estrangeiro e um aumento progressivo do valor das ações que facilitará o ingresso de mais empresas nas Bolsas e, conseqüentemente, de maior número de títulos negociados, com o decorrente desenvolvimento do País, na formação de um verdadeiro círculo virtuoso.

Em recente conferência, no Rio de Janeiro, do escritor Martin Mayer, lembrou-se que, em Antuérpia, o prédio da Bolsa não é coberto e fica a céu aberto, para que seja assegurada plenamente a transparência das operações e para que Deus veja o que nela acontece. Não foi por acaso que a conversão brasileira nasceu e se perpetua nos leilões da Bolsa de Valores, para que Deus e o mundo saibam como ela se processa. Esperamos que ela continue sendo um meio de negociação entre os povos, numa fase de crise, e um instrumento, da simultânea quitação de dívida e da criação de riqueza no País, para que os lucros de hoje permitam os investimentos e os empregos do futuro.

Nasce, assim, com a conversão, um esforço comum entre credores e devedores para obter a co-prosperidade internacional, transformando os interesses aparentemente conflitantes, entre credores e devedores, em interesses convergentes para produzir mais e com melhores tecnologias, assegurando ao Brasil a posição que merece no cenário internacional.

É esta a lição que nos cabe extrair do primeiro semestre da experiência brasileira da conversão.

(22) Esses planos já abrangem mais de 8 milhões de americanos e estão sendo adotados na Europa conforme se verifica pelo artigo "Fabulous ESOPs" in *The Economist*, de 6-8-1988, p. 15.