

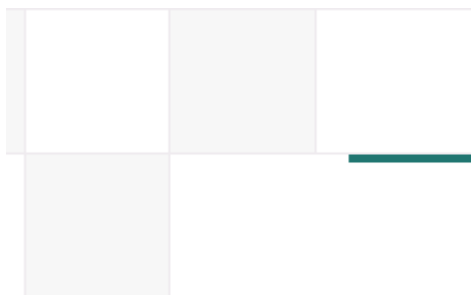


CARTA AO LEITOR				
CAPA				
PENSANDO O BRASIL				
SEÇÕES				
MULHERES EM AÇÃO				
TENDÊNCIAS				

**Pensando o Brasil**

*Luiz Chrysostomo*

Fábio Pahim Jr



**O mercado de capitais depende da macroeconomia**

O mercado de capitais tem tudo para continuar crescendo, em 2007, como nos últimos quatro anos, afirma o diretor e sócio da NEO Investimentos, Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho. "Há uma mudança qualitativa", observa. Mas "o mercado de capitais ainda é pequeno" e só a confiança na estabilidade duradoura permitirá que ele tenha papel decisivo como supridor de recursos na escala exigida pelas empresas.

Com mestrado em Ciências Econômicas na PUC-Rio e especialização na Wharton School, Chrysostomo chefiou o gabinete de privatização do BNDES entre 1990 e 1992, foi sócio dos bancos Cindam e Patrimônio, diretor do JP Morgan e do Chase Manhattan - do qual saiu para constituir a NEO, empresa independente de gestão de recursos que administra ativos de R\$ 1 bilhão, com ênfase em fundos multimercado e de longo prazo. Foi, ainda, um dos idealizadores do fundo Papéis Brasil Índice Bovespa (PIBB), inspirado em experiências internacionais semelhantes, como a de Hong Kong. Organizou com Edmar Bacha dois livros sobre mercado de capitais e crescimento econômico, patrocinados pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid), da qual é vice-presidente de Auto-Regulação e Mercado de Capitais.



**Luiz Chrysostomo**

"Carga fiscal inibe mais empresas do que investidores"

O fortalecimento do mercado, enfatiza, já permitiu que fundos de venture capital

e de private equity vendam participações adquiridas nos últimos dez anos e reinvestam os recursos apurados em novas empresas. A seguir, os principais trechos da entrevista à Revista Bovespa:

■ **Como vê a expansão do mercado de capitais, no Brasil, nos últimos anos, em especial no que diz respeito ao segmento acionário?**

— A expansão dos últimos anos, que começou em 2003 e prosseguiu até 2006, deve continuar em 2007 e é promissora. Houve uma mudança qualitativa das emissões de títulos, sob as mais diversas óticas. A maioria das emissões de ações foi feita no Novo Mercado, o que é importante tanto para o investidor institucional como para o individual. Em 2006, o Novo Mercado mais que dobrou em relação aos demais níveis de governança corporativa. Segundo, houve uma grande mudança dos setores que vieram a mercado. Um é o da construção civil e outro o da saúde, com forte aceitação dos investidores estrangeiros e locais. Em 2006, o setor de construção civil correspondeu a 18,9% do total das emissões, seguido da energia elétrica. Diversas empresas de vários segmentos da construção chegaram ao mercado – e este é um setor extremamente importante para a Formação Bruta de Capital Fixo. No setor de saúde, deve-se destacar a Dasa, a Medial, a Odontoprev e a vinda para o setor de empresas já ligadas ao mercado, como a Panfarma. Outro setor é o da infra-estrutura, com empresas como a América Latina Logística (ALL) e, na área de portos, a Santos-Brasil, o que fortalece a logística. O interesse dos investidores locais e estrangeiros vai além de Petrobras e Vale.

■ **Há, ainda, mudanças no mercado secundário...**

— Houve uma desmistificação do mercado secundário em relação às emissões primárias e secundárias. Em 2003, as maiores emissões foram secundárias; em 2004, houve equilíbrio; em 2005, as secundárias predominaram.

■ **Não se tratou, portanto, da saída ou redução de participação dos acionistas antigos?**

— As operações do mercado secundário foram de desinvestimento de fundos de venture capital e de private equity e não só venda de acionistas. Assim se renova o ciclo de investimento de longo prazo. A renovação do portfólio desses fundos é extremamente importante, pois o dinheiro aplicado volta às mãos do investidor e depois retorna ao mercado de capitais sob a forma de novos investimentos de longo prazo. Cria-se uma saída para investimentos feitos há muito tempo, dez anos, por exemplo. É o caso da Gol, da Dasa, mas também da Datasul, da Santos-Brasil, da Odontoprev. É um elemento de renovação do ciclo de investimento. É uma revolução. Não há só crescimento do volume e mais IPOs (ofertas iniciais). Vivemos um momento de mudança de qualidade do mercado, com maior participação das pessoas físicas, mais consciência e responsabilidade, o que se vê pelas emissões no Novo Mercado e a vinda de mais setores para o mercado de capitais.

**■ Quais as perspectivas para os próximos anos?**

— Espero que 2007 siga na mesma direção. Mas isso depende do fluxo de capitais e da condução da política macroeconômica.

**■ Sua principal ênfase está na auto-regulação...**

— Alguns pontos devem ser destacados, como o papel da Bovespa como responsável pela implantação dos níveis de governança corporativa. Isso veio para ficar. Assim se inibem emissões que restringiam o acesso dos investidores e pode-se caminhar para a criação de corporations brasileiras, ou seja, de empresas sem controladores. Como o mercado de capitais, do ponto de vista regulatório, começa a ter mecanismos definidos, oferece condições favoráveis para as corporations, via educação do empresário e do investidor nessas companhias. Não se deve esquecer do resultado da auto-regulação promovida pela Anbid, com seus códigos de auto-regulação, como o de ofertas públicas. Trata-se da ação das instituições financeiras que fazem parte do mercado, de mãos dadas com as boas práticas. O efeito combinado da atuação de entidades como a Bovespa e a Anbid, em matéria de regulação e de códigos precisos de fundos, criou um mercado definido pela grande responsabilidade entre os parceiros.

**■ Como avalia as instituições do mercado de capitais até aqui e quais as principais questões sobre o tema, no futuro?**

— Apesar do grande desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, ele ainda é pequeno para financiar o investimento de longo prazo. No ano passado, os mercados de ações e de dívidas propiciaram a emissão de R\$ 100 bilhões, com forte peso das empresas de leasing. Mesmo acrescentando as operações de crédito ao setor privado, ainda é insuficiente para o crescimento acelerado, que exige recursos baratos e de longo prazo. O que fazer? A primeira condição é a estabilização duradoura, que envolve estabilidade de preços e o equilíbrio fiscal de longo prazo. O mercado de capitais responderá automaticamente a isso. Isso vale para economias maduras ou em processo recente de estabilização, como o Chile, o México ou ainda a África do Sul. Esses países têm provado que o mercado de capitais ganha pujança com esses padrões. E há os fundos de direitos creditórios, os FIDCs, que se originam no crédito e que captaram R\$ 13 bilhões, em 2006. Mas o volume de recursos para o mercado de capitais é limitado vis-à-vis o destinado ao setor público. A razão é o crowding-out (expulsão do setor privado), que o setor público tem realizado no Brasil. Há uma inibição do desenvolvimento do mercado de capitais por causa do tamanho do Estado, do tamanho e da composição da dívida pública. Um risco baixo da dívida no curto prazo faz com que o custo de oportunidade de caminhar para os títulos privados seja muito alto. Em países como México e Israel, que reduziram juros, os mercados de capitais se desenvolveram como complemento. Chama atenção, no mercado secundário brasileiro, afetado pelo excesso de liquidez dos títulos públicos de curto prazo, a ausência de arbitradores. E ainda levará algum tempo

para reduzir o setor público.

■ **Acredita que a queda do juro é um fator decisivo para permitir um avanço rumo à capitalização, como nos Estados Unidos?]**

— Isso não se dá só pela redução dos juros ou por uma política de longo prazo. A percepção da estabilização duradoura é de maior importância, além da existência de enorme liquidez mundial.

■ **Um grande esforço tem sido empreendido pela Bovespa para popularizar o mercado acionário.**

— Esse aumento do número de investidores pessoas físicas só pode existir quando se desenvolve o lado da educação. O Brasil não tem tradição nisso, a história privilegiou a renda fixa, seja pela inflação, seja pela taxa de juros, ao contrário do que ocorreu nos Estados Unidos. No Brasil, pela impossibilidade de se ter uma participação maior nos destinos da companhia e havendo abuso dos controladores, inibiu-se a expansão do mercado acionário. Mas isso está mudando. Do ponto de vista regulatório, mudou a Lei das S.As. Na auto-regulação, a governança e as regras para os fundos de investimento foram um avanço. Estão faltando – e a Bovespa tem liderado essa tarefa – mecanismos para aprimorar os sites de informação, com mais sofisticação, permitindo que o investidor faça cobranças. O investidor individual deve participar das discussões, estar presente às assembleias das empresas. Isso se dará via intermediários financeiros, via internet e via imprensa, que também se sofisticou. Não havia esta responsabilidade.

■ **Como vê a tributação incidente sobre as operações de mercado de capitais tendo em vista o propósito de capitalizar as empresas?**

— Inexoravelmente, caímos na questão macroeconômica. Já houve, no mercado acionário, uma redução da tributação. A carga tributária incide muito mais sobre o emissor e inibe a formação de capital fixo, pois 40% de carga em relação ao PIB é um percentual punitivo para qualquer investidor de longo prazo. Muito do interesse está ligado à perspectiva de retorno. Não adianta captar R\$ 1 bilhão se você tem um sócio que leva 40% do capital. A carga inibe o mercado de capitais, não só o investidor, mas, sobretudo, as empresas. Resolver a questão fiscal é abrir espaço para reduzir a tributação, diversificar os investimentos e potencializar o retorno dos investidores. A cunha fiscal não se restringe ao investidor, à demanda, mas ao efeito impacto, ao criar restrições para o investidor final. Esta é a equação duradoura da estabilização: o mercado de capitais deve atrair dinheiro bom e barato. É o que justifica a desintermediação bancária. Mercado de capitais é para financiar o crescimento. Nosso mercado é sofisticado, mas incompleto. Tem uma coisa burra: volume baixo de crédito e pequeno mercado de capitais.

**■ Apesar de tudo, como avalia a demanda de ativos de longo prazo?**

— A demanda desses ativos é baixa, pois a taxa de juros no Brasil ainda é muito elevada. Para o aplicador, a taxa de juros de curto prazo ainda é alta, com liquidez diária e risco baixíssimo. Temos de lidar no plano micro e macroeconômico. A taxa de juros ainda é alta para o investidor e para o aplicador. A decisão de comprar ativos de longo prazo envolve também a segurança no que diz respeito aos instrumentos jurídicos, à segurança institucional. E é necessário ter a expectativa de que alguém comprará seus ativos. O Brasil está longe disso. A estrutura legal das agências regulatórias é insatisfatória. Há morosidade. E não há crédito de longo prazo. Ainda assim, o futuro é promissor para o mercado que necessita de crédito e de capital de risco. Já vivemos um ciclo novo. A instrução 391 da Comissão de Valores Mobiliários é um alento, ao favorecer a criação de fluxos de investimento para financiar a infra-estrutura.

**■ Como foi sua participação na criação do PIBB?**

— Eu estava então no JP Morgan. A iniciativa surgiu num encontro, em 2002, com o Departamento de Mercado de Capitais do BNDES quando se constatou a falta de instrumentos para criar carteiras de longo prazo. O PIBB já havia sido testado em outros países e mercados, como o de Hong Kong. O BNDES tinha interesse em dar liquidez, criando um ciclo novo de investidores, um título que pudesse ser comprado pelos aplicadores. E fomos estudar o assunto. A Bovespa sempre foi entusiasta do produto que, após três anos, foi lançado, com a participação do JP Morgan, Goldman Sachs e Itaú. O primeiro lançamento de R\$ 600 milhões abriu o caminho para outra emissão e foi um grande sucesso. O momento foi bom. O que parecia difícil se comprovou muito acertado. A inspiração veio de Hong Kong e dos trackers funds americanos. Na Ásia, estes produtos são disseminados.

**■ Que ligações vê entre o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e o mercado de capitais?**

— Não é possível mensurar. Um impacto imediato deveria ser sobre fundos para a infra-estrutura, mas há os componentes fiscal e regulatório. É uma carta de intenções. Não é um elemento de facilitação. O buraco regulatório persiste. Não há financiamento para a estrutura sem estabilidade fiscal e jurídica. Só o Estado poderá fazer, nesse caso. O setor privado não entra. Veja-se as concessionárias de estradas: se há uma estrutura regulatória sólida, as declarações oficiais não fazem efeito. Quando se começa a mexer com preço, não há estabilidade. No plano macroeconômico, o investimento é sensível à percepção de estabilidade de longo prazo e equilíbrio fiscal. Este é o grande buraco que temos no PAC. Como conciliar com a arrecadação? Para o equilíbrio, a carga tributária não cai. O PAC revela intenções, mas não mostra o caminho a ser seguido. Os investidores estrangeiros não vêem o PAC como um divisor de água – justamente o que ele deveria ser.

■ **Como analisa a dívida pública federal e suas implicações para o mercado de capitais?**

— A dívida é de R\$ 1 trilhão e sua composição tem grande importância para o mercado de capitais. Na hipótese de estabilização da dívida pública, haveria um sinalizador importante para o mercado de dívida corporativa. Nos últimos anos, passamos de devedores a credores em dólar. Mas a dívida ainda tem um elevado componente de curto prazo, que é a indexação, via LFTs, antes LBCs, que ajudaram no processo de estabilização. Mas se trata de um veneno, dada sua proporção na dívida. O ideal é emitir dívida de longo prazo prefixada ou com índices atrelados à inflação. Isso permite um horizonte de investimentos. Cria-se assim, via dívida pública, o sinalizador para o mercado de crédito privado. Hoje, é difícil emitir debêntures, inclusive de Vale e Petrobras, embora este seja o caminho seguido por todos os países que se tornam investment grade. O Brasil só alcançará a graduação quando sinalizar as reformas de longo prazo. Fizemos a primeira parte. A capacidade de pagar é inequívoca, aliás, como em todo o mundo em desenvolvimento, pois há mais reservas, menos dívida pública, transações correntes melhores. Daí os spreads baixos. Mas falta dar aos investidores sinais quanto ao tamanho do Estado e à carga tributária.

■ **Qual sua visão de longo prazo da economia brasileira?**

— É positiva, mas o desafio é o crescimento, sem o qual não completariamos o processo definitivo de estabilização. O Plano Real foi um processo de estabilização incompleto. Foi monetário. Eliminou-se o viés da correção monetária, mas o outro pilar é o tamanho do Estado. O Brasil fez um dos maiores programas de privatização do mundo, de US\$ 100 bilhões em 11 anos, mas o Estado ainda é grande. A dívida mobiliária de 50% do PIB é muito elevada. Falta uma profunda reforma do Estado e uma mudança profunda da situação regulatória. A despesa como proporção do PIB só cairá com reforma fiscal e previdenciária. O juro é alto mas o problema previdenciário é maior. O gasto do INSS cresceu muito mais do que os juros como proporção do PIB. Isso tende a se agravar com o aumento da população com mais de 60 anos de 16 milhões para 40 milhões, em 2030. Isso só poderia ser pago com aumento da carga tributária. Será difícil crescer. Esse é meu grande medo: a incapacidade da sociedade de se organizar para mudar a agenda, não se contentando com a estabilização dos preços. Essa brincadeira poderá levar à instabilidade. O outro problema é a modernização dos marcos regulatórios, para atrair o investidor privado nacional e estrangeiro. O que preocupa, portanto, é o emagrecimento do Estado e o marco regulatório. Países que diminuíram o Estado cresceram mais, como a Irlanda, a Nova Zelândia, o Canadá e a Itália na década de 80. É possível fazer mais.

[ - ] voltar