

## Ambiente legal e governança

Gustavo Travassos Pereira da Silva (UNESP) [gtravassospereira@yahoo.com.br](mailto:gtravassospereira@yahoo.com.br)

### Resumo

*Dado que o mercado de capitais brasileiro foi sempre frágil ao longo de sua história, não conseguindo ser uma fonte alternativa de levantamento de fundos para as empresas, a BOVESPA fez através da instituição do Novo Mercado, uma tentativa de modernização. Essa investida assenta-se na idéia de que maior transparência de informações e melhores ambiente legal e efetividade na aplicação das leis, sejam capazes de atrair investidores tornando viável às empresas que aderirem à níveis mais altos de governança, obter uma fonte extra em relação à empréstimo bancário e fluxo de caixa, para financiarem seus gastos destinados à investimentos e expansão*

*Palavras-Chave: Novo Mercado; Governança Corporativa, Mercado de Capitais.*

### 1 Introdução

A literatura apresenta os seguintes benefícios para uma empresa como consequência da abertura de capital: a) maior acesso a fontes de recursos que não sejam bancos, b) maior liquidez, o que se traduz em preços maiores para as ações das empresas, c) aumento do poder de barganha contra os bancos por ter uma fonte alternativa de recursos, d) diversificação de portfólio, ao permitir que os acionistas iniciais diversifiquem seus riscos (Pagano, Panetta, e Zingales, 1995).

Todavia, para que um mercado de capitais consiga exercer adequadamente sua função social que é possibilitar o levantamento de fundos para o aproveitamento das oportunidades de investimento, alcançando o maior número de empresas possíveis, se faz necessário a presença de arranjos que garantam a integridade dos provedores de recursos, dado que estes estarão relutantes em ceder seu capital caso não disponham dos meios de fazer valer seus direitos.

Os exemplos, de países que possuem mercados de capitais desempenhando suas funções a contento e outros que fizeram avanços nestes sentido através de reformas, têm evidenciado a necessidade de certos requisitos, como proteção legal aos acionistas e credores, maior transparência de informações, padrão mais alto de contabilidade e efetividade na aplicação das leis (enforcement).

Mostrar o esforço de modernização do mercado de capitais brasileiro através da instituição do Novo Mercado e as conseqüentes vantagens que podem daí resultar para as empresas é o objetivo deste trabalho. Para tanto, o texto está estruturado trazendo na seção 2 a consideração de aspectos legais, apresentando as diferentes famílias existentes e tratando de direitos dos acionistas e credores, com os respectivos desempenhos conforme a família legal. Na seção 3, são mostrados dois modelos teóricos, um de expropriação e outro de aplicação das leis, que nos fornecerão insumos para uma melhor compreensão do que está por trás do Novo Mercado. A seqüência é dada mostrando-se experiências históricas, com o intuito de evidenciar o que dentro do texto é apresentado teoricamente. Na última seção são extraídas conclusões.

## **2 Consideração de Aspectos Legais**

Alguns países possuem mercados de capitais muito maiores que os de outros países, por exemplo, EUA e Inglaterra têm mercados de equity enormes, enquanto na Alemanha e França estes são bem menores. Nos EUA, centenas de companhias tornam-se públicas a cada ano, enquanto na Itália apenas algumas dúzias abrem seu capital ao longo de uma década (Pagano, Panetta, e Zingales, 1995).

Em artigo escrito em 1997, La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny, mostraram que o ambiente legal, descrito pelas regras e aplicação destas, são importantes na determinação do tamanho e extensão dos mercados de capitais dos países, porque um bom ambiente legal protege os potenciais financiadores contra expropriação e aumenta sua propensão a liberar fundos em troca de ativos. Abaixo são apresentadas as tradições e famílias legais.

### **Famílias Legais**

La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny desenvolveram no final dos anos noventa trabalhos para captar como a diversidade quanto as leis elaboradas, entre países, pode impactar na proteção que investidores menores possuem contra expropriação, e conseqüentemente sobre o desempenho dos mercados de capitais. Assumiram que alguns sistemas legais nacionais possuem similaridade suficiente para que possam ser classificados sob a mesma família legal, e duas tradições legais são identificadas: direito civil e direito consuetudinário.

A tradição legal civil originou-se do Direito Romano, é a mais velha, mais influente e melhor distribuída do planeta. Usa estatutos e códigos como meios primários de ordenar seu material legal, dependendo fortemente de acadêmicos para ratificar e formular suas regras (Merryman, 1969 apud La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny 1998). Suas ramificações são as famílias legais Francesa, Alemã e Escandinava.

As leis da Inglaterra e as modeladas por esta constituem a família do direito consuetudinário, moldadas por decisões judiciais anteriores (jurisprudência, precedentes) diferentemente da tradição legal civil construída através de contribuições feitas por acadêmicos. Estendeu-se para as colônias inglesas, entre eles, EUA, Canadá e Austrália.

A seqüência dada por La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny 1998, após a apresentação das diferentes famílias legais, é criar índices para avaliar os países sob dois diferentes aspectos: (1) direitos dos acionistas, (2) direitos dos credores, para depois comparar as diferentes famílias legais quanto estes aspectos e testar a hipótese de compensação para leis frouxas através de tribunais mais rigorosos.

### **Direito dos Acionistas**

Acionistas exercem seu poder basicamente votando para nomear diretores e decidir assuntos importantes da companhia, por isso o foco dado por quem estuda direitos dos acionistas é sobre os procedimentos de votação. Por exemplo, os acionistas estarão melhor protegidos quando os direitos de dividendos estiverem fortemente ligados aos direitos de votação, o que é conhecido por uma-ação-um-voto (Grossman e Hart, 1988 apud La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny 1998).

Grossman e Hart (1988) e Harris e Raviv (1989) são os papers seminais na literatura sobre estrutura de votação nas empresas. As condições iniciais que adotam para fazer a análise são similares, assumindo a existência de dois fluxos de caixa, o primeiro são os benefícios das ações indo para os acionistas, o segundo são os benefícios privados indo para os controladores. Assumindo também a existência de duas equipes rivais na administração, uma incumbente e outra tentando tomar o poder, as duas com habilidades diferentes e por isso afetando de maneira diferente os níveis de benefícios indo para acionistas e controladores. Grossman e Hart (1988) argumentam que nessa situação, a existência de um-voto-uma-ação é de longe superior às demais estruturas de votação (Sercu e Vinaimont (2002).

Além do uso de uma-ação-um-voto, são tomadas como medidas para compor o índice de proteção aos acionistas, mais seis variáveis: (1) possibilidade de votar por email nas reuniões, (2) ações não bloqueadas antes da reunião, (3) votação representativa e representação proporcional, (4) mecanismos legais contra opressão de diretores, (5) direito de comprar novas emissões e (6) porcentagem de capital necessária para convocar reunião extraordinária de acionistas. Cada país obtém 1 ou 0 de cada um destes aspectos legais para a formação do índice de proteção ao acionista do país que varia da nota mínima 0 obtida pela Bélgica à 5 obtida pelos EUA e Canadá, na época do artigo, 1996.

Podemos resumir os resultados obtidos por La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny (1998), apontando os países da família do direito consuetudinário como os mais fortes na proteção dos acionistas e os da família civil Francesa como os mais fracos. Por exemplo, na Austrália, os acionistas podem votar por email, negociar ações durante as reuniões, estão relativamente protegidos contra expropriação e precisam apenas de cinco por cento dos votos para chamar uma reunião extraordinária, enquanto na Bélgica nenhuma destas condições se faz presente, sendo necessários vinte por cento do capital acionário para convocar reunião extraordinária.

### **Direito dos Credores**

A análise do direito de credores é mais complexa que direito dos acionistas pela existência de diferentes tipos de credores com interesses díspares, o que pode levar à uma situação onde proteger o direito de alguns credores tem o efeito de reduzir o direito de outros. Para simplificar a análise, no caso de diferença existente entre credores antigos segurados, contra credores novos não segurados, supõe-se que todos credores são segurados pelo fato da maior parcela da dívida ao redor do mundo possuir esta característica.

Quando uma firma entra em default, geralmente uma das duas medidas é tomada, liquidação ou reorganização. Quando isso ocorre, default, o direito mais básico de um credor segurado é tomar para si o colateral (bem dado como garantia), o que é dificultado pela lei em alguns países pelo temor de isto causar liquidação da empresa, situação mal vista sob a perspectiva social.

La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny (1998) usam as seguintes variáveis para avaliar proteção dos credores nos países: (1) acesso lento dos credores ao colateral no caso de default, (2) não garantia de acesso ao colateral dos credores segurados quando há reorganização, (3) proteção ao corpo diretivo da empresa sem o consentimento do credor, (4) corpo diretivo não permanece após reorganização, (5) obrigação de manter um certo nível de capital para evitar liquidação automática.

Na avaliação dos direitos dos credores feita por La Porta et al. o ranqueamento encontrado foi o mesmo que no índice para direito dos acionistas, com países da família direito consuetudinário com maior proteção e os de influencia francesa obtendo menor proteção. Um ponto curioso é o fato dos países de influência legal germânica serem bons protetores do direito de credores segurados mas geralmente não protegem bem os acionistas.

Tais resultados obtidos da avaliação de proteção aos acionistas e credores permitiram La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny chegar à conclusão que as leis diferem entre os países, e em grande parte, o responsável por estas diferenças é a família legal de origem a qual o país pertence, não tendo a renda per capita poder de explicar diferenças legais.

Um fato que precisa ser levado em conta é a possibilidade dos países com menor proteção a acionistas e credores adotarem mecanismos para compensar tal situação. Exemplo destes mecanismos de compensação avaliados La Porta et al é a aplicação efetiva das leis.

Teoricamente, investidores expropriados por controladores e administradores em países com fracas leis de proteção poderiam ser salvos caso estivesse presente um forte sistema legal quanto a aplicação das leis operando através de tribunais funcionando eficientemente. Para considerar essa possibilidade, La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny (1998) usaram dados

compilados por agências de risco de crédito utilizadas por investidores estrangeiros, tomando como proxies da qualidade de aplicação dos direitos a eficiência do sistema jurídico, a regra da lei, corrupção, risco de expropriação, probabilidade de repudiação do contrato além do padrão de contabilidade adotado pelos países.

Com avaliações mostrando os países de tradição legal escandinava e germânica possuindo melhor aplicação dos direitos, e os britânicos em terceiro a frente dos franceses, últimos colocados, a teoria de mecanismo de compensação para leis frouxas quanto a proteção do investidor não se sustentou.

### 3 Modelos de Expropriação e Aplicação Efetiva das Leis

Esta seção se destina à apresentação de dois modelos teóricos, um de expropriação e outro de aplicação efetiva das leis, desenvolvidos por Shleifer e Wolfenson (2000); e Glaeser, Johnson e Shleifer (2000) respectivamente. O primeiro ilustra como é possível aos acionistas majoritários (controladores) obter retornos às expensas dos minoritários quando a proteção legal existente para estes últimos é fraca; o segundo remete à questão quanto à preferência por juízes ou reguladores no tratamento de impasses, no caso, de contratos financeiros.

#### Modelo de Expropriação

Muitas vezes os interesses dos grandes acionistas podem não coincidir com os de outros investidores com menor poder de controle na empresa, ou com os interesses de empregados e administradores, o que por si gera a possibilidade de os primeiros tentar obter “benefícios privados de controle”. Para dar um, dentre os vários possíveis exemplos de como concentração acionária permite expropriação quando a proteção ao pequeno investidor é fraca, considere a situação onde os grandes investidores controlam a empresa através de uma estrutura piramidal. Tal situação os permitiria forçar a empresa a seguir políticas benéficas a outras empresas controladas por eles, mas não necessariamente ótimas do ponto de vista da empresa ou dos outros acionistas (Shleifer & Vishny, 1997).

Shleifer e Wolfenson (2000) desenvolvem um modelo simples, capaz de captar muitas das conclusões de pesquisas recentes, referentes aos ganhos obtidos ao se proteger investidores menores de expropriação por parte de acionistas e administradores.

Como hipóteses do modelo temos um mundo com  $C$  países, cada um possuindo  $J$  empresários capazes de desenvolver um projeto ao estabelecer uma firma, e estes empresários são idênticos tanto em sua riqueza inicial  $W$  como em sua produtividade  $g$ . O horizonte temporal é finito terminando no período 2. No período 1 os empresários decidem se vão estabelecer uma firma. Se optam por fazê-lo, contribuem no financiamento com uma parte  $Re \leq W$ , investindo o restando no mercado e captam  $Rm$  no mercado através da venda de uma fração  $x$  dos direitos aos fluxos de caixa da firma como outra fonte recursos. Admite-se no modelo que os empresários retêm o controle das firmas, as quais usam os fundos obtidos para investir  $I \leq Re + Rm$  no projeto e investem o restante  $Re + Rm - I$  no mercado. Demanda e oferta de fundos determinam a taxa de juros  $i_c$  do país  $c$ , e são obtidas através das somas das demandas por fundos das empresas e da soma das ofertas de fundos dos empresários e das firmas.

A receita da firma é gerada no período 2 e a sua função de produção  $\Pi$  gera retornos constantes à escala, e tem a forma:

$$\Pi = (1 + g)I + (1 + i)(Rm + Re - I) \quad (1)$$

Shleifer e Wolfenson (2000) assumem que o nível de proteção legal aos acionistas minoritários difere entre os países e que o empresário tem probabilidade  $k_c$  entre 0 e 1 de ser pego, onde  $k_c$  corresponde ao nível de proteção legal para o país  $c$ , sendo maior quanto maior for  $k_c$ . Se o empresário tenta expropriar e é pego, ele é obrigado a devolver o montante

desviado para a empresa e ainda pagar uma multa  $f(d)$ , que é uma função, para as autoridades. Se não é pego, pode manter todo o montante desviado.

Dadas estas hipóteses, Shleifer e Wolfenson (2000) estabelecem o retorno esperado do empresário usando as probabilidades  $k$  e  $1-k$  deste ser pego ou escapar respectivamente. O retorno esperado é dado por:

$$Kc[(1-x)\Pi - f(d)\Pi] + (1-kc)[(1-x)(1-d)\Pi + d\Pi] + (1+ic)(W-Re) \quad (2)$$

Que tendo os termos rearranjados é:

$$(1-x)(1-(1-k)d)\Pi + (1-k)d\Pi - kf(d)\Pi + (1+i)(W-Re) \quad (3)$$

Para assegurar que a multa é zero no caso de não haver expropriação; que a multa é zero para o primeiro centavo desviado; e que o aumento marginal da multa é crescente conforme aumenta o montante desviado, a função  $f$ , relativa à multa a ser paga satisfaz as seguintes condições no modelo :

- 1)  $f(0) = 0$ ;
- 2)  $f'(0) = 0$ ;
- 3)  $f''(d) > 0$ ;

Chegado o período 2, o empresário escolherá o nível de desvio (expropriação) para maximizar o seu payoff:

$$\text{Max}_d \{(1-x)(1-(1-k)d)\Pi + (1-k)d\Pi - kf(d)\Pi + (1+i)(W-Re)\}$$

Obtendo como nível ótimo de desvio  $d^*(x,k)$ , que satisfaz a seguinte condição de primeira ordem:  $kf'(d) = (1-k)x$  (4)

Na perspectiva do empresário, o lado esquerdo de (4) é o custo marginal da expropriação e o lado direito é o benefício marginal de expropriar.

Dadas as condições 1), 2) e 3), a solução da equação (4),  $d^*(x,k)$  irá satisfazer

- a)  $d^*(0,k) = 0$ ;
- b)  $\frac{d d^*(x,k)}{d x} > 0$ ; e
- c)  $\frac{d d^*(x,k)}{d k} < 0$ .

a) nos diz que para  $x = 0$ , o empresário toma pra si o total dos dividendos, não tendo quem expropriar, pois possui todo o capital acionário da empresa. b) mostra que quanto maior a fração do fluxo de caixa nas mãos de outros acionistas, maior a fração do próximo real desviado que o empresário evita de lhes pagar. E c) ilustra que um  $k$  maior (melhor proteção) implica um custo maior para o empresário expropriar.

Na seqüência de seu trabalho, os autores mostram que a firma investe totalmente o montante comprometido com o projeto, implicando no modelo que a taxa  $Q$  de Tobin será dada por  $(1-d^*(1-k))(1+g)$ . Os dividendos esperados divididos pelo investimento também são dados por  $(1-d^*(1-k))(1+g)$ , e divididos pelo fluxo de caixa pré expropriação são  $(1-d^*(1-k))$ . Similarmente, benefícios privados esperados, divididos pelo investimento são dados por  $d^*(1-k)(1+g)$ , e divididos pelo fluxo de caixa antes do roubo são dados por  $d^*(1-k)$ , Shleifer e Wolfenson (2000), pág 8

Feitas estas considerações, é possível ao modelo extrair seu primeiro corolário:

*“Controlando para concentração de propriedade das ações, o  $Q$  de Tobin e os dividendos são mais altos e os benefícios privados menores em países com melhor proteção legal”*  
Shleifer e Wolfenson (2000), pág 8

O corolário do modelo está de acordo com as evidências obtidas em trabalhos recentes feitos por La Porta et al. (1999) e La Porta et al. (2000), quanto ao  $Q$  de Tobin e dividendos, e Nenova (1999) quanto à menores benefícios privados. Embora o artigo de Shleifer e Wolfenson não se esgote neste corolário, para o propósito de mostrar um modelo teórico captando aspectos importantes de trabalhos empíricos o corolário é suficiente.

### Modelo de Aplicação Efetiva das Leis

Na literatura de aplicação legal há uma disputa quanto a melhor maneira de enfrentar impasses de duas ou mais partes envolvidas em uma questão. Seria melhor utilizarmos juízes ou reguladores para fazer valer as leis e contratos? Os Coasianos defendem aplicação através do sistema judiciário, enquanto Coase, em seu Teorema, defende o uso de reguladores na resolução de impasses.

Trazendo a discussão para o tema de nosso interesse, estaremos preocupados em saber qual arranjo seria capaz de melhor defender de expropriação os acionistas minoritários. Neste caso, Coase tentaria justificar seu ponto de vista baseado na não familiaridade com assuntos econômicos, falta de verba e velocidade nas decisões para vetar o uso de sistema judiciário, outro ponto importante é que a interpretação das leis é cara do ponto de vista pessoal do julgador (costly state verification).

Glaeser, Johnson e Shleifer (2000) partilham opinião de que juízes, por serem mais independentes, são mais difíceis de motivar, mas reconhecem que os fortes incentivos que possuem os reguladores para encontrar violações das regras legais representam um perigo no sentido de punição de suspeitos inocentes. Desenvolvem um modelo, apresentado abaixo, que mostra como reguladores podem ser mais motivados para analisar um caso mas também são mais propensos à buscar decisões políticas ao invés de fazer justiça se esta motivação for excessiva. O ponto interessante do modelo, é que a eficiência da aplicação das leis (punir culpados e deixar ir inocentes) pode ser aumentada ao se reduzir os custos de investigação, o que nos remete à maior prestação de informações exigida no Novo Mercado e a Câmara de Arbitragem, seu órgão instituído para fazer valer os contratos.

Considere um julgador, seja juiz ou regulador. Investigar para saber se uma determinada lei ou contrato não foi respeitado tem um custo pessoal  $c > 0$ , porém o julgador pode decidir a questão sem fazer a investigação, correndo o risco de deixar escapar culpados ou punir inocentes. Assume-se ainda que o julgador recebe  $b$  se toma decisões acertadas,  $b$  que pode ser encarado como auto-estima e respeito dos colegas.

Outra hipótese do modelo é o julgador receber “ $a$ ” ao punir um suspeito, culpado ou não. Quando  $a = 0$ , o interesse do julgador é somente por justiça, se  $a > 0$ , há então um interesse pessoal em punir, possivelmente por motivos de pressão dos superiores para que sejam encontrados culpados ao se buscar objetivos políticos, tais como combate às drogas ou perseguição de determinados grupos políticos. Assume-se que a fração  $p$  de suspeitos de violar as regras legais seja realmente culpada e a fração  $(1 - p)$  seja inocente (Glaeser, Johnson e Shleifer, 2000, pág 7).

Quando o julgador adota a estratégia de punir em todos os casos, temos a estratégia denominada abuso; deixar ir livre em todos os casos é conhecido por leniência e o julgador decide ex ante se adotará uma das duas ou se investigará os fatos, baseado nas magnitudes de  $a$ ,  $b$ ,  $c$  e  $p$ . Os ganhos privados de adotar uma dada estratégia são dados por:

- (1) Leniência:  $(1 - p)b$
- (2) Abuso:  $a + pb$
- (3) Investigar:  $b + pa - c$

O que nos deixa com as seguintes regras de escolha do julgador ao fixarmos  $b$  e  $p$ :

Leniência:  $a \leq (1 - 2p)b$  e  $c \geq (a + b)p$

Abuso:  $a \geq (1 - 2p)b$  e  $c \geq (b - a)(1 - p)$

Investigar:  $c \leq (a + b)$  e  $c \leq (b - a)(1 - p)$

Que podem ser interpretadas da seguinte forma. Se os custos de investigação são altos e os incentivos para punição são baixos o julgador adota leniência. Adota a estratégia abuso quando tanto os custos de investigar como os benefícios de punir são altos, e para adotar a estratégia investigar,  $c$  precisa ser baixo de maneira que para “ $a$ ” baixo seja preferível buscar

a verdade ao invés de seguir leniência ou para “a” alto seja preferível investigar ao invés de adotar estratégia abuso.

Na seqüência, os autores estendem o modelo supondo que os potenciais violadores, sejam sensíveis à estratégia adotada pelos julgadores, e os julgadores levarão em conta este comportamento responsivo dos potenciais violadores, para traçarem suas estratégias.

O objetivo do modelo é justamente tentar captar os custos e benefícios de se escolher juízes e reguladores para aplicar as regras legais. Os juízes seriam tomados como mais independentes, livres de pressão externa ou política, porém entende-se que por esta maior independência, seriam mais difíceis de serem motivados, tal situação leva à uma prevenção contra punições irregulares, mas também promove a leniência, estes elementos são captados por um “a” baixo no modelo.

Ao se passar aos reguladores o poder de aplicar as regras legais, nós estaríamos fugindo da leniência, porém indo em direção ao abuso, pois acredita-se que sejam mais motivados em relação aos juízes à aplicar punição, o que seria captado por um alto “a” no modelo.

Relevante notar que reformas visando a redução de “c” induzem à investigação dos fatos, levando à uma maior eficiência, sejam os meios de aplicação da lei detidos por juízes ou reguladores. No caso do Novo Mercado, que é o foco de nosso interesse, parece razoável acreditar que os representantes da Câmara de Arbitragem, reguladores, teriam “c” baixos, pelo fato da maior disponibilização de material e dados requerida aos participantes deste segmento especial do mercado de capitais.

Um exemplo histórico, é a regulação da SEC nos Estados Unidos, arquitetada por James Landis (1938), um cético quanto a motivação de juízes ser suficientemente alta para punir irregularidades na emissão e transação de ações. Sua idéia era que uma SEC independente e bem motivada, teria melhores condições de fazer cumprir aquele que deveria ser seu único objetivo, garantir a integridade nos mercados financeiros.

#### **4 Experiências Históricas**

##### **Polônia versus República Tcheca**

Tendo mostrado teoricamente como uma melhor proteção aos acionistas minoritários pode trazer consequências positivas para firma na forma de maiores taxas Q de Tobin e dividendos, e menor obtenção de benefícios privados por parte dos acionistas controladores; passamos agora a experiência observada na Polônia e República Tcheca, dois ótimos exemplos para podermos analisar os aspectos que nos interessam por serem países que começaram em situações semelhantes e atingiram resultados diferentes que podem ser justificados justamente pela disparidade nos aspectos legais quanto a proteção ao investidor. A ilustração está baseada em Glaeser, Johnson e Shleifer (2000).

A grande similaridade entre Polônia e República Tcheca está no fato de terem sido economias socialistas por quarenta anos. Ambas se tornaram satélites da União Soviética logo após o final da Segunda Guerra Mundial, conseguindo se livrar deste domínio em 1989, começando então uma série de reformas.

Em 1994, os dois países haviam praticamente completado seus pacotes de reformas básicas incluindo liberalização e privatização em Warsovia e privatização, cortes orçamentários e reforma bancária em Praga; e receberam pontuações idênticas em cada indicador de velocidade de transição formulado pelo Banco Mundial (de Melo et al. 1996 apud Glaeser, Johnson e Shleifer 2000).

Em termos de desenvolvimento legal, os dois países obtiveram junto com a Hungria as maiores notas entre as economias em transição em estudo feito por Pistor (1995), mas estavam bem atrás dos países ricos industrializados. Especificamente quanto à proteção ao acionista minoritário, a lei polonesa foi considerada ligeiramente mais protetora que a tcheca

em estudo de La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny (1998) que considera 6 diferentes dimensões da lei para construir seu índice usado para avaliar 49 países.

Quanto as leis para ativos, duas diferenças notáveis são importantes para a compreensão das importantes diferenças entre os dois países encontradas nos anos subsequentes, ao considerarmos o modelo apresentado na seção anterior. A primeira refere-se à independência e poder dos reguladores de ativos, que pode ser interpretado como maior independência e poder, significando aumento do parâmetro *a*, incentivo do julgador. A segunda está relacionada à enorme diferença que intermediários e emissores de ações enfrentaram quanto à requisição de informações que devem ser disponibilizadas, o que pode ser interpretado como diferenças marcantes no parâmetro *c*, custo de investigação. Considerando estas duas diferenças, a Polônia buscou uma orientação de maior independência de sua comissão para ativos e maior requisição de informações das firmas e intermediários, enquanto na República Tcheca a exigência de informações foi mais frouxa e a comissão julgadora permaneceu subordinada ao ministro das finanças e posteriormente a promotoria pública (Glaeser, Johnson e Shleifer, 2000).

Os resultados obtidos por estas duas orientações diferentes estiveram em linha com os modelos apresentados. Em 1994, o mercado tcheco era duas vezes maior em termos de capitalização e cinco vezes maior como proporção do PNB, contando com mais de 1500 firmas listadas. Quatro anos depois, o mercado polonês valorizou-se sete vezes enquanto o tcheco não acompanhou este ritmo, terminando com o dobro do valor de 1994.

No período 1994 a 1998 a grande maioria das companhias tchecas raramente foi transacionada e muitas deixaram de ser listadas, enquanto o número de firmas listadas cresceu constantemente na Polônia.

Um ótimo indicador do sucesso de um mercado financeiro é quão efetivamente ele possibilita o levantamento de fundos por parte das firmas. Entre 1991-1998, nenhuma companhia vendeu equity, enquanto 50 companhias polonesas o fizeram. No mesmo período, nenhuma companhia privada Tcheca fez um IPO, enquanto 136 companhias fora da privatização tornaram-se públicas (Glaeser, Johnson e Shleifer, 2000).

De posse deste resultados, percebe-se que a evidência é consistente com os modelos teóricos apresentados, mostrando que o mercado de ações polonês cresceu mais rápido, mantendo maior liquidez e tornando-se uma melhor fonte de capital para as firmas que o menos regulado mercado tcheco.

É provável que o governo tcheco tenha percebido o problema, pois fez algumas reformas em 1996, requerendo mais informações dos controladores e maior regulação dos fundos de investimento e em 1998 criando uma comissão de seguros independente (Glaeser, Johnson e Shleifer, 2000).

### **Experiência Brasileira: O Novo Mercado**

Ao longo de sua história, o mercado de capitais brasileiro sempre foi frágil, tendo extrema dificuldade no cumprimento do papel de ser uma fonte alternativa no levantamento de recursos para as empresas. A falta de leis e instituições apropriadas respondem em larga medida por esta atrofia, por exemplo o fato de economia estar fechada tantos anos gerou reduzida necessidade de financiamento na medida em que a concorrência era menor. Outro fator limitante do desenvolvimento do mercado de capitais foi a possibilidade do uso do BNDES como fornecedor de fundos mais baratos para investimentos intensivos em capital nos anos do PND II. Adicionalmente, são fatores limitantes, o não interesse em abrir o capital, pois isso dificulta o uso de caixa dois; e a Lei das SA, que favorece o controlador em detrimento do acionista menor.

Nos anos noventa, o aprofundamento da diversificação de portfolio no cenário internacional, e avanços regulatórios e nos fundamentos macroeconômicos tornaram o



mercado mais atraente para investidores estrangeiros, possibilitando o aumento do valor das ações e do volume de negociações, todavia sem significar o desenvolvimento do mercado pois os benefícios se estenderam à poucas empresas que apresentavam liquidez. No final da década, dificultaram ainda mais o desenvolvimento do mercado o aumento dos custos de transação com o implemento da CPMF e a possibilidade de acessar o mercado externo via emissão de ADR's.

Com a abertura da economia à presença estrangeira, as empresas brasileiras ficaram expostas em um ambiente altamente competitivo onde as necessidades de base de capital, e por isso de investimentos, são muito altas, o que impõe a urgência de avanços no mercado de capitais que tornem possível a este cumprir o seu papel fundamental de prover recursos para o maior número de empresas possível.

Para fazer frente à situação, a Bovespa instituiu em dezembro de 2000 o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, sendo que o primeiro é mais voltado à empresas não listadas que venham à abrir seu capital e o segundo à empresas já listadas. A adesão à estes segmentos do mercado é facultativa devido aos entraves políticos para reformas visando melhorar a proteção dos acionistas minoritários.

A aposta do Novo Mercado é que o maior fluxo de informações proporcionado pelas empresas que aderirem possa reduzir as incertezas de potenciais investidores e também reduzir os custos de investigação, parâmetro  $c$  no modelo de Glaeser, Johnson e Shleifer (2000), em caso de impasse legal, tornando as resoluções mais justas e rápidas.

Para aumentar a eficiência dos julgamentos, faz parte do Novo Mercado a Câmara de Arbitragem, que é uma opção por reguladores e não juizes, para a resolução de conflitos de interesse, composta por árbitros especializados em assuntos societários, o que também reduz custos de investigação.

Como benefícios já apurados para as empresas que aderiram ao Novo Mercado podemos citar os resultados obtidos por Carvalho (2003), analisando o efeito da adesão sobre preços, volume, liquidez e volatilidade. Em relação ao efeito sobre preços, embora não tivesse sido possível para o autor precisar a magnitude, houve inegavelmente um efeito positivo sobre o preço das ações de empresas após a migração para o Novo Mercado.

Quando se considera o efeito sobre o volume, novamente foi possível identificar um efeito positivo após a adesão, mas sem se precisar a magnitude. Por sua vez, a volatilidade teve uma redução de sua resposta a fatores macroeconômicos, porém esta é uma observação que deve ser feita com cautela, conforme os resultados obtidos dos testes, assim como a interpretação dos resultados para liquidez (Carvalho 2003).

## 5 Conclusões

Novas teorias e evidências empíricas têm fortalecido a percepção de que desenvolvimento financeiro é fundamental para o crescimento econômico. (Levine, 1997). Os mercados de capitais afetam o crescimento econômico por meio da criação de liquidez. Muitos investimentos de alta produtividade requerem volumes expressivos de recursos a longos prazos. No entanto, os investidores geralmente são relutantes a comprometer recursos por longos períodos. Os mercados de capitais tornam estes investimentos líquidos, portanto, menos arriscados e mais atraentes aos investidores (Carvalho 2000).

Para que os mercados de capitais possam exercer com plenitude suas funções, o ambiente legal no qual está inserido assume grande importância, conforme o texto procurou mostrar através de modelos teóricos e evidências observadas em experiências históricas.

Há porém, o outro lado da moeda, qual seja os benefícios obtidos pelas empresas ao aderirem a um arranjo de maior disponibilização de informações e de maior proteção legal. Embora tal migração tenha seus custos, como a perda de confidencialidade e conseqüentemente redução do espaço para evasão fiscal, é possível que no longo prazo, o fato

de se adotar melhoras práticas de governança traga um ganho de competitividade, principalmente para empresas com maior dependência de fontes externas de capital para financiar investimento e expansão.

Pelo fato de no Brasil encontrarem-se grandes dificuldades políticas para implantação de regras que protejam os acionistas menores a alternativa encontrada foi adesão voluntária ao Novo Mercado, porém, tal situação não traz todos os benefícios esperados para o país como um todo, devido ao baixo número de empresas que já aderiram. A esperança é que conforme sejam observados os efeitos positivos sobre os papéis das empresas após a adesão, mais empresas adotem melhores práticas de governança ou que a maior competitividade alcançada por uma empresa após adesão, decorrente de maior capacidade de levantamento de fundos, simplesmente empurre suas rivais para o Novo Mercado.

### **Bibliografia**

- Carvalho, A. G., Ascensão e Declínio do Mercado de Capitais no Brasil: A Experiência dos Anos 90, *Economia Aplicada*, V.4, N.3, 2000.
- Carvalho, A. G., Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da BOVESPA, Trabalho preparado para Bovespa, versão Janeiro/2003. in <http://www.bovespa.com.br/> (cf. consultado em 07/2005).
- Fazzari, M. , Hubbard, R. e Petersen B. Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Paper of Economic Activity*, 1988, (1), pp. 141-95.
- Gleaser, E., S. Johnson, e A. Shleifer, 2000, Coase Versus the Coasians, Harvard e MIT Working Paper.
- Hubbard, R., Capital Market Imperfections and Investment, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVI, (March 1998), pp. 193 – 225.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, e A. Shleifer, 1998, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance* 54, 717- 738
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny, 1997, Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny, 1998, Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- Landis, James M., *The Administrative Process*, (New Haven, CT: Yale University Press, 1938).
- Levine, R., Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV, (June 1997), pp. 688 – 726.
- Levine, R., e Zervos, S., Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *The American Economic Review*, (June 1998), pp. 537 – 558.
- Pagano, M., F. Panetta e L. Zingales, 1995, Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, NBER Working Paper 5367.
- Sercu, P., Vinaimont, T., One Share, One Vote?, site SSRN – Social Science Research Network, versão September 2002.

- Shleifer, A., Vishny, R., 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Shleifer, A., Wolfenzon, D., 2000. Investor Protection and Equity Markets, NBER Working Paper Series
- Stiglitz, J., Weiss, A., Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review* 71, (June 1981), pp. 393 – 410.
- Terra, C., Finance and Changing Trade Patterns in Brazil, Fundação Getúlio Vargas – Rio, Setembro de 1999.