

---

# Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro — o novo mercado

---

**Ramon Martinez Ribeiro Neto**  
**Rubens Famá**

O atual cenário da economia mundial, cada vez mais integrada, exige um novo posicionamento das empresas brasileiras. O alto custo de captação de recursos para o financiamento de projetos, o ineficiente sistema tributário, aliados à falta de uma poupança interna no País, dificultam o financiamento das companhias brasileiras.

O mercado de capitais aparece como alternativa para solucionar essas questões. Contudo, a despeito do crescimento da economia nos últimos anos, o número de empresas com ações negociadas em Bolsa no Brasil vem diminuindo constantemente (*Isto É Dinheiro*, 16 ago. 2000).

A já ultrapassada lei das Sociedades Anônimas de 1976, o alto custo de manutenção da companhia aberta, os altos juros praticados no mercado brasileiro, o maior grau de transparência exigido pela lei e, principalmente, a falta de uma cultura do uso do mercado de capitais no País dificultam o desenvolvimento da Bolsa de Valores brasileira (*Gazeta Mercantil*, 13 nov. 2000).

Por outro lado, muitas vezes as utilidades desse mecanismo de financiamento não são levadas em consideração. Valorização da empresa por sua maior transparência e, fundamentalmente, maior facilidade de financiamento, com menor custo, pela emissão de novas ações e debêntures são vantagens que vêm sendo desprezadas pelos empresários brasileiros.

O valor subestimado das ações das companhias e a morosidade na aprovação da nova lei das Sociedades Anônimas ocasionam a migração das empresas brasileiras para a Bolsa de Nova York por meio da emissão de *American Depositary Receipt* (ADR's), levando relevante volume de recursos da Bolsa brasileira para o exterior.

Com o objetivo de trazer maior liquidez ao mercado, buscando empresas de rápido crescimento, em um ambiente com maior transparência, e proporcionando igualdade entre os acionistas investidores, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), inspirada na bem-sucedida experiência alemã do Neuer Markt, lançou no dia 11 de dezembro de 2000 o Novo Mercado no País (OESP, 12 dez. 2000).

O Neuer Markt foi lançado em 1997 com seção separada de listagem, com regras mais rígidas de transparência, maior proteção aos minoritários e base nos princípios de governança corporativa, fatores que fizeram com que em apenas três anos o número de empresas passasse de apenas

Recebido em janeiro 2001

---

*Ramon Martinez Ribeiro Neto* é Graduando do Curso de Bacharelado em Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.  
E-mail: r.martinez@zipmail.com

*Rubens Famá* é Professor Doutor do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.  
E-mail: rfama@usp.br

duas, em 1997, para 202, no final de 1999, transformando-o em grande sucesso na Alemanha.

O objetivo neste artigo é apresentar o atual cenário do mercado de capitais brasileiro, apontando suas deficiências e virtudes, a experiência do Neuer Markt alemão e as oportunidades que se apresentam para o mercado acionário brasileiro.

## O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

A abertura da economia a partir de 1990, juntamente com o intenso programa de privatização do governo brasileiro, proporcionou grande crescimento à Bolsa brasileira. A estabilização da economia e a maior facilidade de acesso a investimentos estrangeiros no País foram outros fatores que contribuíram para esse desenvolvimento.

No entanto, nos últimos anos a Bolsa vem atrofiando. O número de empresas listadas na Bovespa vem caindo ano após ano, desde 1990. Na tabela 1 constam esses dados.

**Tabela 1**

### Empresas Listadas na Bovespa

Ano	Número de Empresas	Ano	Número de Empresas
1970	200	1985	514
1971	337	1986	592
1972	381	1987	590
1973	397	1988	589
1974	398	1989	592
1975	362	1990	579
1976	387	1991	570
1977	452	1992	565
1978	399	1993	551
1979	404	1994	549
1980	426	1995	547
1981	488	1996	554
1982	493	1997	545
1983	506	1998	535
1984	522	1999	487
		2000	468

Fonte: MB Associados (2000)

Alguns fatores principais podem ser relacionados como responsáveis por esse movimento, os quais são apontados a seguir.

- As ações brasileiras são subavaliadas por causa da falta de transparência por parte das empresas. Os empresários preferem fechar o capital a ter de dividir a administração por preço irrisório.

- O alto custo de manutenção da companhia aberta. É necessário montar grande estrutura para cuidar de todas as exigências. Criação de uma diretoria de relacionamento com investidores, custo de registro, anuidades da Bolsa, serviços de auditoria e, principalmente, as publicações fazem parte desse custo. Na tabela 2 estão descritos esses custos, por ano e por item de despesa. (Gazeta Mercantil, 18 dez. 2000)

**Tabela 2**

### Custos de Manutenção de Companhias Abertas

Item	Manutenção					
	Mínima		Média		Máxima	
	R\$ mil	%	R\$ mil	%	R\$ mil	%
Auditorias Externas	7,47	20	143,20	18	596,62	14
Publicações	9,73	25	257,61	33	1.319,74	32
Anuidades da Bolsa	3,09	8	21,65	3	62,74	2
Taxa de Fiscalização	6,64	17	40,86	5	239,18	6
Departamento de Acionista	5,54	15	104,14	13	976,21	24
Custos Indiretos	5,54	15	216,36	28	893,01	22
<b>Total</b>	<b>38,01</b>	<b>100</b>	<b>783,82</b>	<b>100</b>	<b>4.087,50</b>	<b>100</b>

Fonte: Abrasca (20 nov. 2000)

- Perda da confidencialidade; a empresa deve ser mais transparente. Deve passar informações ao mercado, as quais muitas vezes podem ser estratégicas. Assim, também a possibilidade de evasão fiscal é reduzida.

Além desses motivos, outros fatores contribuem para o subdesenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Historicamente, a economia brasileira sempre teve características fechadas. A necessidade de capital das empresas era suprida por créditos públicos ou lucros retidos. Dessa forma, não havia a necessidade de recorrer-se ao mercado de capitais (Lima & Andrezo, 1999).

Outro fator, relacionado à perda de confidencialidade já citada, é a maior restrição à gestão da empresa. Em uma organização fechada o dono tem plenos poderes, mas em uma companhia aberta ele deve submeter seus atos à aprovação do conselho de administração e propiciar condições adequadas para as práticas de governança corporativa. No passado, por causa da estrutura familiar das empresas, a entrada no mercado de capitais não era interessante (Souza, 1996).

A Lei 6.404 de 1976, denominada de Lei das Sociedades por Ações Anônimas, criou uma situação que, aos olhos de muitos, também desincentiva o investimento no mercado de capitais. Por esse instrumento é permitido que a empresa tenha na configuração de seu capital social 2/3 de ações preferenciais e 1/3 de ações ordinárias. As ações preferenciais não têm direito a voto. Sua **vantagem** é dar prioridade aos acionistas preferenciais no caso de restituição de fundos em uma eventual quebra da empresa. Dessa forma, cria-se uma distorção. Um acionista pode controlar a companhia com cerca de 17% do capital social, já que são necessários 50% mais uma ação da quantidade de ações ordinárias para se obter o controle da empresa (Assaf Neto, 1999).

Os acionistas minoritários têm sido visivelmente prejudicados, na avaliação dos defensores da Lei atual. O prêmio pelo controle, pago no caso de aquisição aos acionistas controladores, é muito maior do que o pago aos acionistas minoritários. Dessa forma, a alocação de recursos por parte de pequenos investidores é desestimulada.

A instabilidade da economia brasileira aliada à alta taxa de juros são outros motivos que inibem o investimento no mercado de capitais (Rocca, 1998). O maior risco decorrente da instabilidade faz com que os investidores aloquem seus capitais em fundos de renda fixa, mais seguros e estimulados por taxa de juros **generosa**. Assim, a opção por renda variável não é interessante.

A economia brasileira, sempre dependente de créditos oficiais facilitados, não tinha preocupação com a busca de recursos para investimentos. Em um ambiente fechado e com grandes empresas estatais, ela permitia às empresas nacionais certa tranquilidade. Com a abertura da economia, seguida do programa de privatizações, muitas organizações faliram ou foram compradas por multinacionais. As companhias que sobreviveram tiveram de ganhar competitividade para se manter em um mercado global, cada vez mais competitivo.

A Bovespa é hoje a maior Bolsa de Valores da América Latina. Em 11 de dezembro de 2000 foi formalizado um acordo entre as Bolsas brasileiras, no

qual os negócios com ações no País foram centralizados em São Paulo, com o objetivo de reduzir os custos e otimizar os recursos operacionais, com vistas a aumentar a competitividade do mercado brasileiro.

No entanto, comparando-se a Bolsa brasileira com as Bolsas européias e a norte-americana, principalmente, a Bovespa é pequena. Esse fato pode ser percebido quando são analisados alguns indicadores fundamentais. Nas tabelas 3 e 4 são comparados, respectivamente, o volume negociado e a capitalização de mercado da Bovespa com as demais Bolsas do mundo.

**Tabela 3**
**Volume Diário Negociado**

(Em US\$ Mil)

Posição Relativa	Bolsa	1999	1998	1997	1996	1995	1994
1	Nasdaq (2)	41.537	21.998	17.714	12.999	9.517	5.751
2	NYSE (1)	35.497	28.999	22.836	15.999	12.234	9.739
3	London (2)	13.490	11.403	7.864	5.564	4.576	4.084
4	Paris (2)	11.387	3.082	3.657	1.661	1.361	340
5	Tokyo (1)	6.839	5.917	4.271	3.247	2.366	2.350
6	Deutsche Börse (1)	6.108	1.198	784	718	250	487
7	Madrid (2)	2.955	1.927	810	545	375	532
8	Chicago (2)	2.305	3.304	4.576	3.801	3.550	3.481
9	Paris (1)	3.032	1.970	559	360	289	808
10	Taiwan (1)	3.435	2.370	1.657	1.128	860	1.034
11	Korea (1)	2.945	620	906	407	349	474
12	Amex (1)	ND	520	585	393	283	360
13	Switzerland (2)	2.212	1.318	1.213	606	633	232
14	Amsterdam (2)	1.855	1.594	1.115	874	604	969
15	Toronto (1)	1.512	2.735	2.266	1.765	1.361	2.576
16	Bilbao (2)	1.424	920	706	320	220	362
17	Hong Kong (1)	859	846	1.852	668	388	360
18	Stockholm (2)	931	640	676	576	390	377
19	Australian (1)	1.245	115	73	39	18	27
20	Helsinki (1)	783	281	223	108	70	71
21	Osaka (1)	436	246	146	147	203	86
22	Brussels (2)	882	204	85	146	112	70
23	Bermuda (1)	878	259	188	145	99	53
24	Barcelona (2)	348	237	295	75	40	63
25	Istanbul (1)	786	569	766	397	283	508
26	Copenhagen (2)	344	230	180	146	113	95
27	Singapore (1)	264	117	587	1.025	1.057	774
<b>28</b>	<b>Sao Paulo (1)</b>	<b>426</b>	<b>173</b>	<b>198</b>	<b>88</b>	<b>77</b>	<b>108</b>

**Notas:** (1) Inclui os mercados principal e secundário.

(2) Inclui somente o mercado principal.

**Fonte:** FIBV (30 nov. 2000)

**Tabela 4**  
**Capitalização de Mercado**

(Em US\$ Bilhões)

Posição Relativa	Bolsa	1999	1998	1997	1996	1995
1	NYSE	11.441	10.272	8.880	6.842	5.655
2	Nasdaq	5.205	2.524	1.738	1.512	1.330
3	Tokyo	4.455	2.440	2.161	3.011	1.160
4	London	2.920	1.871	1.742	2.489	ND
5	Paris	2.955	2.298	1.996	1.711	3.545
6	Deutsche Börse	1.503	985	676	586	577
7	Toronto	1.432	1.094	825	665	2.954
8	Italy	789	543	568	449	305
9	Switzerland	728	570	345	226	304
10	Amsterdam	678	689	575	400	500
11	Hong Kong	694	603	469	393	287
12	Stockholm	608	344	413	487	148
13	Madrid (Spain)	376	260	297	313	167
14	Australian	431	402	290	234	187
15	Taiwan	373	279	265	240	245
16	Helsinki	372	338	227	200	142
<b>17</b>	<b>Brasil</b>	<b>428</b>	<b>329</b>	<b>295</b>	<b>274</b>	<b>366</b>
18	Korea	349	155	73	61	182
19	Johannesburg	377	329	237	183	190
20	Brussels	228	161	255	217	44

Fonte: FIBV (30 nov. 2000)

O alto custo das transações na Bolsa brasileira, seis vezes maior do que nos Estados Unidos, desestimula os investimentos e leva as maiores empresas nacionais a listarem-se em Nova York por meio dos ADR's. A alta tributação, principalmente a Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF), mina a possibilidade de crescimento da Bolsa.

Novamente, outro fator que explica as tabelas 3 e 4 é a falta de transparência das empresas brasileiras. O risco Brasil, percebido pelos investidores, é muito grande. Assim, cada vez mais, investidores potenciais afastam-se do País. Estudo recente, elaborado pela consultoria McKinsey (2000) em cooperação com o Banco Mundial, mostrou a importância que o investidor estrangeiro dá às práticas de governança corporativa. Em um universo de 90 investidores institucionais entrevistados, 80% consideram relevantes as questões referentes à governança, estando dispostos a pagar um prêmio de cerca de 23% pelas ações das empresas que possuem boas práticas de governança (Valor Econômico, 23 nov. 2000).

A alta concentração dos negócios em pequeno número de ações, fenômeno que motivou a criação do Neuer Markt na Alemanha, também está presente no Brasil. A falta de liquidez do mercado faz com que, muitas vezes, seja difícil negociar determinadas ações. Na tabela 5 mostra-se o grau de concentração dos mercados em diversos países em comparação com o da Bolsa brasileira.

A partir da década de 1990, o mercado brasileiro passou a ser mais atraente para os investidores internacionais. Com as mudanças na lei, os investidores internacionais puderam entrar no País, via Anexo IV (investimento direto em carteira de valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros). Na tabela 6 mostra-se o total de investimentos estrangeiros no País de 1991 a 1999.

Como se pode constatar, o saldo manteve-se positivo no período, menos em 1998 por causa do risco de desvalorização cambial que já se demonstrava e se confirmou em 1999.

O resultado desse movimento pode ser percebido pelo maior volume negociado, aumentando a capitalização de mercado das empresas e o *turnover* (volume total dividido pela capitalização de mercado total) das empresas brasileiras. Na tabela 7 pode ser observada a evolução do mercado brasileiro de ações, de 1988 a 1999. Nela constam a capitalização de mercado e o volume negociado como proporção do Produto Interno Bruto (PIB) nacional.

No mercado primário, as *Initial Public Offering* (IPO's), juntamente com a emissão de debêntures e *commercial papers*, acompanham o crescimento do mercado, como pode ser observado na tabela 8.

Analisando os dados globais da década de 1990, constata-se o crescimento do mercado, mas uma análise mais crítica, focada nos três últimos anos e comparada com mercados desenvolvidos, evidencia que o mercado de capitais no Brasil ainda é muito pequeno.

### As vantagens da abertura de capital

A gradual queda de juros na economia, a melhora da classificação de risco do País nas principais agências de *rating* do mundo, a baixa taxa de inflação — que facilita planos de longo prazo —, o grande volume de recursos disponíveis em fundos institucionais e o crescimento da economia, após a crise de 1999, são incentivos fortes para a abertura de capital.

**Tabela 5**

**Concentração do Mercado — Valor Transacionado de 1996 a 1998**

Bolsa	Concentração %	Rank
Alemanha	85,8	1
Espanha	85,1	2
Austrália	79,5	3
Argentina	78,1	4
Nasdaq	76,9	5
<b>São Paulo</b>	<b>75,7</b>	<b>6</b>
Lima	75,2	7
Nova Zelândia	71,3	8
Paris	70,4	9
Copenhague	66,7	10
Londres	66,3	11
NYSE	50,4	25

Volume de transação das 5% maiores empresas dividido pelo volume total de negociações.

Fonte: MB Associados (2000)

**Tabela 6**

**Investimentos Externos via Anexo IV**

(Em US\$ Milhões)

Período	Ingresso	Retorno	Saldo
1991	428,4	96,1	332,3
1992	2.966,8	1.652,4	1.314,4
1993	14.614,1	9.136,5	5.477,6
1994	20.532,4	16.778,2	3.754,2
1995	22.026,6	21.498,4	528,2
1996	22.935,6	19.341,9	3.593,7
1997	32.191,9	30.576,8	1.615,1
1998	21.886,7	24.349,0	-2.462,3
1999	12.396,1	11.296,0	1.100,1
<b>Total</b>	<b>149.978,6</b>	<b>134.725,3</b>	<b>15.253,3</b>

Fonte: MB Associados (2000)

Grande número de empresas não enxerga os ganhos advindos da abertura de capital (Gazeta Mercantil, 12 dez. 2000). Entre as vantagens dessa abertura, merecem destaque as apontadas a seguir.

- **Valorização da marca da empresa.** A companhia passa a ter uma imagem institucional. A empresa deve zelar por sua marca, informando sempre ao mercado os fatos relevantes. Dessa forma, a empresa mais transparente é mais valorizada pelo investidores, o que reflete no preço da ação da companhia.
- **Menor custo na captação bancária.** Uma empresa de capital aberto possui, por ser mais transparente, me-

**Tabela 7**

**Evolução do Mercado de Ações no Brasil**

Período	Capitalização/PIB	Volume/PIB	Turnover (%)
1988	10,1	3,4	31,3
1989	10,7	3,3	30,8
1990	3,5	1,1	19,6
1991	11,2	2,2	40,4
1992	12,0	4,8	38,8
1993	22,7	8,8	46,7
1994	33,5	15,6	53,9
1995	20,9	11,3	53,3
1996	28,0	14,9	85,0
1997	31,6	26,9	107,2
1998	21,2	22,7	39,0
1999	30,9	12,1	50,3

Fonte: MB Associados (2000)

**Tabela 8**

**Emissões Primárias no Brasil de 1994 a 1999**

(Em US\$ Milhões)

Período	Debêntures	Ações	Commercial Papers
1994	3.304	2.259	
1995	7.574	2.112	1.260
1996	8.289	1.152	1.481
1997	6.922	3.500	4.525
1998	8.674	3.484	9.681
1999	3.621	1.459	4.428

Fonte: MB Associados (2000)

nor risco quando avaliada pelos bancos. Dessa forma, a taxa de juros cobrada para o empréstimo de fundos é menor.

- **Maior facilidade na obtenção de recursos.** A empresa pode conseguir os fundos necessários em financiamentos com acionistas ou por meio de debêntures, um mecanismo mais barato e mais compensador para ela, pois não precisa endividar-se a curto prazo para levantar fundos.
- **Profissionalização da administração.** A empresa deve atender às exigências legais para se adaptar à nova

realidade; assim, os ganhos com a profissionalização da administração são expressivos. A companhia deve buscar resultados que valorizem a ação e tragam dividendos aos acionistas.

- **Novo relacionamento com os funcionários.** A empresa deve valorizar seus funcionários. Programas de bônus em ações, prática disseminada no exterior, incentivam os funcionários a buscar cada vez mais resultados.
- **Liquidez das ações.** Pequenos e grandes investidores podem negociar mais facilmente seu patrimônio e lucrar com os ganhos advindos da valorização das ações e da distribuição de dividendos.

Apesar de todas as vantagens descritas, o mercado brasileiro de capitais não se desenvolve por causa das diversas razões já mencionadas. A solução que se apresenta para esse problema é a criação do **Novo Mercado** no Brasil, inspirado no Neuer Markt alemão.

## O NOVO MERCADO — UMA ALTERNATIVA

Diante da situação atualmente vivida, a sociedade resolveu antecipar-se às mudanças legais em discussão. Foi muito debatida a criação no Brasil de uma listagem separada, denominada **Novo Mercado**, seguindo modelos já implantados com sucesso em outros países.

### Os exemplos internacionais

Apresentando os mesmos problemas encontrados no Brasil em seu mercado de capitais, diversas Bolsas no mundo resolveram criar um mercado paralelo. Os mercados principais possuem limite de tamanho, tempo de existência e outras restrições que dificultam a entrada de novas empresas. As listagens em separado foram criadas com o objetivo de atrair novas empresas, com potencial de crescimento rápido. Baseado em normas contábeis internacionais, com grandes exigências quanto à transparência e à proteção aos investidores minoritários, adotando práticas de governança corporativa e, principalmente, o princípio “*one share, one vote*” — “uma ação, um voto” —, esse mercado passou a crescer rapidamente em todos os países. O Neuer Markt, na Alemanha, é o melhor exemplo. Além dele, operam também com destaque o Nouveau Marché, na França, o Alternative Investment Market (AIM), em Londres, e outros mercados menores em Portugal, Espanha, Japão e Itália.

### A experiência alemã — o Neuer Markt

O Neuer Markt surgiu em 1997 como uma reação da Bolsa alemã à enorme concentração do mercado princi-

pal; 70% do volume negociado era composto por apenas dez ações. Assim, as empresas alemãs que queriam obter fundos recorriam direto ao Nasdaq norte-americano. No começo, os bancos de investimento não apoiavam o Neuer Markt pois achavam que o tamanho das operações não seria interessante, não visualizando ganhar recursos com esse segmento, exceção feita a alguns bancos menores alemães. Com o sucesso do mercado, todos passaram a se interessar pelo mercado (Johnson, 2000).

No início, o Neuer Markt era dirigido a empresas pequenas e médias, principalmente dos setores de tecnologia, mídia e telecomunicações. Com o crescimento acelerado do mercado, esse critério foi abandonado. As empresas são divididas por setores de atuação, separando os setores de crescimento acelerado, da Nova Economia, dos setores tradicionais (Johnson, 2000).

Como já foi mencionado, as empresas devem possuir grau de transparência elevado. As regras de listagem e permanência são muito rígidas, levando as empresas às melhores práticas de governança corporativa, o que protege os acionistas, principalmente os minoritários. O padrão contábil adotado pode ser o norte-americano, *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* (U.S. GAAP), ou o internacional, *International Accounting Standards Committee* (IASC). Só são negociadas ações ordinárias (Deutsche Börse, 15 dez. 2000).

É permitida a migração do mercado principal para o Neuer Markt. O que dificulta esse processo é a exigência de emissão para listagem no Neuer Markt. A característica de *IPO Market* é muito valorizada, não sendo interessante atrair empresas que querem apenas valorizar seu papel. As informações devem ser enviadas em inglês e alemão, uniformizando os critérios (Deutsche Börse, 15 dez. 2000).

Quanto às punições, são aplicadas multas às empresas que descumprem as regras, podendo ocorrer a exclusão da empresa da listagem do mercado. Como punição, duas empresas já chegaram a ser transferidas para o mercado principal, mas continuam listadas, deixando de atrair o interesse dos investidores. Os conflitos são resolvidos por câmaras de arbitragem e não envolvem a Justiça, diminuindo os custos e solucionando rapidamente as questões.

Baseado nessas regras, o Neuer Markt teve crescimento estrondoso: mercado maior, com mais empresas, menor grau de concentração e número de IPO's crescente. As tabelas 9, 10, 11 e 12 evidenciam tal evolução.

Analisando as tabelas de 9 a 12, pode-se perceber o grande crescimento do Neuer Markt. Mesmo quando comparado ao mercado principal, representa taxa expressiva. Maior transparência e práticas de governança corporativa, fatores que resguardam o direito dos acionistas, trouxeram grande número de investidores para o novo mercado alemão, transformando o Neuer Markt em um exemplo a ser seguido pelas demais Bolsas do mundo.

**Tabela 9**

**Evolução da Capitalização de Mercado do Neuer Markt**

(Em US\$ Milhões)

Ano	Valor	Porcentagem em Comparação com o Mercado Principal
1997	4.000	1
1998	24.000	4
1999	102.000	11
2000 (junho)	172.000	18

Fonte: Deutsche Börse (15 dez. 2000)

**Tabela 12**

**Evolução do Número de IPO's e Valor Captado no Neuer Markt**

(Em US\$ Milhões)

Ano	Número de IPO's	PCMP *	Valor Captado	PCMP *
1997	12	31	427	15
1998	41	61	1.416	39
1999	132	65	6.140	47
2000 (junho)	100	Não disponível	10.087	Não disponível

\* Porcentagem em Comparação com o Mercado Principal.

Fonte: Deutsche Börse (15 dez. 2000)

**Tabela 10**

**Evolução do Volume Médio Diário Negociado do Neuer Markt**

(Em US\$ Milhões)

Ano	Valor	Porcentagem em Comparação com o Mercado Principal
1997	33	1
1998	360	5
1999	932	13
2000 (janeiro a junho)	2.745	26

Fonte: Deutsche Börse (15 dez. 2000)

**Tabela 11**

**Evolução do Número de Empresas Listadas no Neuer Markt**

(Em US\$ Milhões)

Ano	Valor	Porcentagem em Comparação com o Mercado Principal
1997	18	3
1998	64	9
1999	204	24
2000 (junho)	305	34

Fonte: Deutsche Börse (15 dez. 2000)

**A PROPOSTA DA BOVESPA**

O **Novo Mercado** da Bovespa é uma seção destinada à negociação de companhias que se submetam a exigências mais avançadas em termos de direitos dos acionistas investidores e melhores práticas de governança corporativa.

Os objetivos do Novo Mercado são a maior valorização das ações, a atração de novas empresas por meio de emissões e a atração de maior volume de investimentos nacionais e estrangeiros (Valor Econômico, 31 out. 2000).

Não existe restrição em relação a setores no Novo Mercado. As empresas que se dispuserem a atender às fortes exigências para listagem podem participar do Novo Mercado. Maior *disclosure*, proteção ao minoritário, boa governança corporativa e adesão às regras de listagem são os requisitos básicos (Valor Econômico, 31 out. 2000).

Paralelamente, para as empresas listadas na Bovespa foram desenvolvidos os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Seguindo os mesmos princípios do Novo Mercado, foram criados dois níveis. O Nível 1 é constituído de exigências de transparência e o Nível 2 é semelhante ao Novo Mercado, exceto pela aceitação de ações preferenciais na configuração do capital da empresa.

A adesão da companhia ao Novo Mercado e aos níveis 1 e 2 será feita por meio de um contrato privado entre a Bovespa e a empresa requerente, no qual estarão discriminados todos os deveres e as penalidades em caso do não cumprimento das exigências. A empresa deve, também, aderir à Câmara de Arbitragem, no caso do Novo Mercado e do Nível 2, órgão em que serão solucionados os conflitos entre a empresa e os acionistas. O objetivo da Câmara de Arbitragem é agilizar os processos que geralmente demoram anos para ser resolvidos pela Justiça comum, diminuindo também os custos dos processos. Além disso, serão selecionados árbitros especializados na área

de mercado de capitais, evitando as decisões contraditórias de muitos juizes que não conhecem a fundo os mecanismos do mercado financeiro.

A governança corporativa norteará todos os princípios do Novo Mercado. Assim, algumas premissas básicas deverão ser atendidas (OESP, 6 nov. 2000):

- é obrigatória a emissão exclusiva de ações com direito a voto, somente ações ordinárias, “one share, one vote”;
- o Conselho de Administração terá mandato unificado de um ano para todos os membros, com o objetivo de tornar mais eficaz o mecanismo do voto múltiplo, evitando a atual configuração em que o minoritário é sempre prejudicado, já que um membro do Conselho é trocado todo ano, prevalecendo o voto do controlador;
- o Conselho Fiscal deverá contar com a maioria de membros eleitos por todos os acionistas investidores;
- o *tag along* deverá ser de 100%. Extensão para todos os acionistas das condições obtidas pelos controladores no caso de venda do controle da empresa;
- em caso de fechamento de capital, será exigida oferta pública pelo valor econômico a ser calculado por uma consultoria externa;
- compromisso de não emitir partes beneficiárias, com o objetivo de evitar algumas distorções que o mecanismo permite;
- aumento do prazo para convocação de Assembléia Geral para, no mínimo, 15 dias, com o objetivo de proporcionar maior tempo de preparação aos acionistas.

As empresas que aderirem ao Novo Mercado também terão de atender a algumas exigências para a emissão e a entrada no mercado. Será exigido um *free-float* mínimo de 25% fora do grupo de controle, com o objetivo de garantir bom volume de ações no mercado e liquidez no mercado secundário. Nas colocações primárias ou secundárias deverão ser realizados os melhores esforços para que pelo menos 10% sejam para investidores individuais, com o intuito de dar maior dispersão às ações. O período de *lock up*, no qual os controladores originais não podem desfazer-se de suas posições acionárias, deverá ser de 100% para os seis primeiros meses e de 60% no período de seis a 12 meses após a colocação, com o intuito de dar maior segurança ao minoritário na compra de ações durante as ofertas públicas iniciais.

Com o objetivo de trazer maior transparência ao mercado e atrair investidores internacionais, as demonstrações contábeis deverão seguir o padrão internacional (IASB) ou o padrão norte-americano (U.S. GAAP); se a empresa utilizar meio eletrônico, será dispensada a publicação das demonstrações. O prospecto de emissão deverá seguir padrões reconhecidos no mercado, com plena divulgação. No caso de empresas sem histórico, deve ser apresentado um *business plan* segundo padrões reconhecidos internacionalmente.

A empresa tem o dever de informar. Em casos de *self-dealing* (negócios entre partes da própria empresa) e *insider trading* (informação privilegiada), é obrigatório informar atos e contratos entre companhias do mesmo grupo. O Balanço Trimestral (ITR) deverá informar todas as posições acionárias acima de 5% e as posições acionárias, independente de percentual, dos administradores e controladores. O Balanço Anual deverá trazer o demonstrativo de fluxo de caixa. Deverá ser feita reunião pública com analistas e acionistas pelo menos uma vez ao ano. Por fim, o calendário de eventos corporativos deverá ser divulgado até o final do mês de janeiro e mantido sempre atualizado.

Todas essas exigências, formalizadas pela Bovespa, representam grande esforço por parte das empresas que queiram aderir ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Em contrapartida, a Bovespa espera oferecer maior valorização das ações e maior volume negociado para as empresas. Para os acionistas investidores, os principais atrativos serão a maior proteção e a transparência.

## ANÁLISES E CONSIDERAÇÕES FINAIS — AS PERSPECTIVAS PARA O MERCADO BRASILEIRO

Diante de todo o cenário exposto, evidencia-se que a melhor alternativa, a curto prazo, para solucionar o problema do mercado de capitais brasileiro é a criação de uma listagem paralela à principal, nos moldes do Neuer Markt alemão.

Paralelamente, é necessária a aprovação, o mais breve possível, da nova lei das Sociedades Anônimas. A atual lei, de 1976, está ultrapassada, sendo um obstáculo para o desenvolvimento do mercado, pois várias restrições já não têm sentido no atual estágio da economia brasileira (Kandir, 18 dez. 2000). A reforma tributária também é essencial; impostos que possuem **efeito cascata**, como a CPMF, devem ser eliminados.

O objetivo do Novo Mercado é a valorização do produto ação. A oferta de papéis com qualidade atrairá grandes investidores estrangeiros e institucionais. Por outro lado, a rigidez das regras de listagem, exigindo transparência total por parte da empresa, calcadas nas melhores práticas de governança corporativa atrairá os pequenos e médios investidores (Carvalho, 20 nov. 2000).

Com a instituição do princípio de “one share, one vote” e das câmaras de arbitragem, dois grandes problemas serão resolvidos. Os conflitos são resolvidos rapidamente, sem o intermédio da Justiça, por meio do processo de arbitragem. O fim das ações preferenciais garante poder de voto a todos acionistas e elimina as distorções da atual lei.

Contudo, os processos de mudança e evolução decorrentes da criação do Novo Mercado demandam certo tem-



po. Assim, como ocorreu na Alemanha, espera-se que o projeto dê resultados efetivos mais a longo prazo.

Por fim, devem ser promovidas campanhas institucionais com o objetivo de disseminar a cultura do merca-

do de capitais no País, como ocorre nos Estados Unidos. Dessa forma, todos sairão ganhando: as empresas, os investidores, o governo e, principalmente, a economia brasileira. ◆

**RESUMO**

O subdesenvolvimento do mercado de capitais no Brasil dificulta a captação de recursos por parte das empresas. Falta liquidez ao mercado por causa da grande concentração do volume negociado, restrito a pequeno número de ações. Neste artigo, o objetivo é analisar a atual situação do mercado de capitais brasileiro e as experiências internacionais bem-sucedidas, verificando as possíveis alternativas para o desenvolvimento sustentado do mercado acionário no Brasil por meio do projeto do Novo Mercado, lançado em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo.

**Palavras-chave:** mercado de capitais, governança corporativa, novo mercado.

**ABSTRACT**

The underdevelopment of the national capital market hinders the reception of resources by the companies. It misses liquidity in the market, due to great concentration of the negotiated volume, restricted to a small number of shares. The objective of this article is to analyze the current situation of the Brazilian capital markets and international experiences good happened, verifying the possible alternatives for the sustained development of the stock market in Brazil through the project “New Market”, launched in December 2000 by São Paulo Stock Exchange.

**Uniterms:** capital markets, corporate governance, new market.

**RESUMEN**

El subdesarrollo del mercado de capitales en Brasil dificulta la captación de recursos por parte de las empresas. Falta liquidez en el mercado a causa de gran concentración del volumen negociado, restringido a un pequeño número de acciones. En este artículo, el objetivo es analizar la actual situación del mercado de capitales brasileño y las experiencias internacionales exitosas, verificando las posibles alternativas para el desarrollo sostenido del mercado accionario en Brasil por medio del proyecto del Nuevo Mercado, lanzado en diciembre de 2000 por la Bolsa de Valores de São Paulo.

**Palabras clave:** mercado de capitales, gubernanza corporativa, nuevo mercado.

**REFERÊNCIAS  
BIBLIOGRÁFICAS**

- ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS (Abrasca). Disponível em: <<http://www.abrasca.org.br>>. Acesso em: 20 nov. 2000.
- ATENÇÃO aos acionistas minoritários é o grande charme do Novo Mercado. *Valor Econômico*, São Paulo, 31 out. 2000. Caderno D, p.2.
- BOVESPA — Como é possível que a bolsa esteja encolhendo enquanto a economia cresce? *Isto É Dinheiro*, São Paulo, n.155, 16 ago. 2000.
- BOVESPA criará mercado a minoritário. *Valor Econômico*, n.81, São Paulo, 23 ago. 2000.
- BOVESPA busca alternativas para sobreviver. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 13 nov. 2000. Caderno B, p.4.
- BOVESPA anuncia regras do Novo Mercado. São Paulo, *O Estado de S. Paulo*, 12 dez. 2000. Caderno B, p.4.
- CARVALHO, A. Gledson de. Caminhos bem-sucedidos para o mercado de capitais. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 20 nov. 2000. Caderno A, p.2.
- CUSTO do Novo Mercado preocupa empresas. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 18 dez. 2000. Caderno C, p.4.
- DEUTSCHE BÖRSE. Disponível em: <<http://www.exchange.de>>. Acesso em: 15 dez. 2000.
- EMPRESAS avaliam vantagens do Novo Mercado. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 12 dez. 2000. Caderno B, p.1.

- ESTRANGEIRO pode pagar até 23% a mais por ações brasileiras. *Valor Econômico*, São Paulo, 23 nov. 2000. Caderno C, p.2.
- FEDERAÇÃO INTERNACIONAL DAS BOLSAS DE VALORES (FIBV). Disponível em: <<http://fibv.com>>. Acesso em: 30 nov. 2000.
- JOHNSON, Simon. *Wich rules matter? Evidence from Germany's Neuer Markt*. 2000. Dissertação (Mestrado) — Instituto de Tecnologia de Massachusetts (MIT), Boston.
- KANDIR, Antônio. *Projeto substitutivo da Lei 6.404* (do qual o deputado federal Antônio Kandir é relator.) Disponível em: <<http://www.kandir.com.br>>. Acesso em: 18 dez. 2000.
- LIMA, Iran Siqueira; ANDREZO, Andrea Fernandes. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 1999.
- MB ASSOCIADOS. *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. Projeto realizado para a Bolsa de Valores de São Paulo. São Paulo, maio 2000.
- MCKINSEY & COMPANY. *Investor opinion survey on corporate governance*. New York, June, 2000.
- QUEM deve fazer parte da nova bolsa. *O Estado de S. Paulo*, São Paulo, 06 nov. 2000. Caderno N, p.3.
- ROCCA, Carlos Antônio et al. *Mercado de capitais e a retomada do crescimento econômico — os novos desafios da Bovespa*. Trabalho realizado para a Bolsa de Valores de São Paulo. São Paulo, abr. 1998.
- SOUZA, Paulo Roberto Esteves de Barros. *Análise do atual estágio de "disclosure" das companhias abertas no mercado de capitais brasileiro e contribuições para o seu aprimoramento*. 1996. Dissertação (Mestrado) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

**O SERVIÇO DE BIBLIOTECA E DOCUMENTAÇÃO DA FEA/USP INFORMA SOBRE FONTES DE ACESSO À INFORMAÇÃO:**

[www.usp.br/sibi](http://www.usp.br/sibi)

**DEDALUS - Banco de Dados Bibliográficos da USP**

Catálogo Global - para consulta em todos os catálogos das bibliotecas

**PROBE - Programa Biblioteca Eletrônica**

Oferece para a comunidade científica, acadêmica e administrativa das instituições consorciadas a consulta ágil e atualizada, por meio eletrônico, a textos completos de revistas científicas internacionais através da Rede ANSP – Academic Network of São Paulo.

**SCIELO – SCIENTIFIC ELECTRONIC LIBRARY ONLINE**

O SCIELO é uma biblioteca virtual que abrange uma coleção selecionada de periódicos científicos brasileiros

[www.periodicos.capes.gov.br](http://www.periodicos.capes.gov.br)

Professores, pesquisadores, alunos e funcionários de mais de 70 instituições de ensino superior e de pesquisa de todo o País têm agora acesso imediato à produção científica mundial atualizada.

[www.saber.usp.br](http://www.saber.usp.br)

**BIBLIOTECA DIGITAL DE TESES E DISSERTAÇÕES**

Texto completo de teses e dissertações defendidas na USP