

**Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros  
Comité Latino Americano de Assuntos Financeiros  
Latin American Shadow Financial Regulatory Committee**

---

**Declaração N°8**

**14 de abril de 2003  
Santiago de Chile, Chile**

**OS MERCADOS DE CAPITAIS NA AMÉRICA LATINA:  
TENDÊNCIAS, PERSPECTIVAS E RECOMENDAÇÕES DE POLÍTICAS**

A América Latina tem experimentado o aparecimento e desenvolvimento importante dos investidores institucionais, tais como os fundos de pensões privados, as companhias de seguro e os fundos de investimento. No entanto, na maioria dos países o mercado de ações tem permanecido estagnado e o mercado de títulos privados não tem uma presença significativa, enquanto que os títulos públicos, por sua vez, predominam em crescimento e magnitude. Embora parte importante destas tendências tenha resultado das reformas estruturais ocorridas na América Latina, esta declaração se concentra na identificação das que resultaram de respostas eficientes do mercado e quais se devem a imperfeições, distorções e/ou restrições regulatórias que limitam o bom funcionamento dos mercados. No tocante a estas últimas, a declaração oferece recomendações sobre as medidas de política que, na opinião do Comitê Latino-americano de Assuntos Financeiros (CLAAF), seriam interessantes de adoção para melhorar o funcionamento dos mercados de capitais na região.

**I. Por que são importantes os Mercados de Capitais?**

O grande desafio da América Latina é alcançar um processo sustentado de crescimento econômico. Quando as políticas macro e microeconômicas são apropriadas, os mercados de capitais eficientes são um meio eficaz de facilitar o processo de poupança e investimento. Os mercados de capitais contribuem ao crescimento da produção e a melhorar a eficiência da economia complementando, mas não substituindo o papel dos bancos.

A experiência mostra e diversos estudos empíricos recentes confirmam que o desenvolvimento financeiro melhora a produtividade do capital por várias razões: 1) apóia os projetos com maiores taxas de retorno; 2) permite alcançar escalas de produção, tecnologias e estruturas de financiamento ótimas; 3) facilita a criação de novas empresas por meio do “capital de risco”; 4) melhora a integridade financeira das empresas listadas nos mercados internos e externos ao ter que cumprir com elevados padrões no tocante às práticas contábeis, controles internos, transparência e difusão da informação financeira; 5) cria novas modalidades para a administração e distribuição do risco; e 6) promove a disseminação da participação de uma parcela crescente de sócios no capital.

## **2. Qual deve ser o Objetivo da Política Econômica quanto ao desenvolvimento do Mercado de Capitais?**

Esta seção apresenta a visão do CLAAF sobre os critérios fundamentais para orientar a política econômica no tocante ao mercado de capitais.

CLAAF considera que o objetivo da política econômica no tocante aos mercados de capitais deveria basear-se na maximização do bem estar dos agentes finais que participam nos mercados de capitais (emissores e investidores) e não necessariamente dos intermediários financeiros “per se”. Em outras palavras, ainda que em todos os países existam agentes com dispostos a conceder financiamento e outros com oportunidades de investimento, isto não implica numa proliferação de intermediários financeiros a nível local que ofereçam toda gama de serviços financeiros. Na opinião do CLAAF, as medidas de política devem ter por objetivo facilitar as transações financeiras de emissores e investidores nos termos mais vantajosos para ambos. É também a opinião do CLAAF que, dependendo das características particulares do país, incluindo seu tamanho relativo, este objetivo não implica necessariamente que todos os serviços financeiros sejam criados domesticamente. Como em outros mercados não financeiros, é possível que o agente econômico final se veja mais bem servido quando alguns serviços financeiros são “importados”.

## **3. Os Mercados de Capitais na América Latina: onde estamos?**

Durante a última década, América Latina experimentou importantes desenvolvimentos nos mercados de capitais locais. CLAAF identificou sete tendências recentes. A primeira tendência é que, ainda que os mercados financeiros da América Latina estejam modelados principalmente pelos sistemas bancários, a região tem observado um forte crescimento dos investidores institucionais, como os fundos de pensões privados, as companhias de seguros e os fundos de investimento. Na maior parte destes casos, este desenvolvimento foi uma resposta às reformas estruturais, em particular, a transformação dos sistemas de seguridade social em regimes de capitalização individual. Os novos fundos de pensão privados, ao assumir passivos de longo prazo, contribuíram de forma significativa para gerar uma crescente demanda doméstica por ativos com vencimentos de longo prazo, o que tem gerado novas fontes de financiamento.

Consistente com o surgimento de uma nova fonte de demanda por ativos de longo prazo, a segunda tendência que caracteriza os eventos recentes na região é o desenvolvimento de um marco legal, normativo e regulatório, indispensável para o fortalecimento e desenvolvimento da oferta de instrumentos negociáveis nos mercados de capitais domésticos, tais como ações e bônus privados.

A terceira tendência que tem acompanhado esta evolução é o processo de privatização observado na região que trouxe novos agentes ao mercado, especialmente estrangeiros, com um importante potencial de oferta de ativos financeiros negociáveis.

Apesar destes esforços, no entanto, o desenvolvimento dos mercados acionários e de bônus tem sido muito desigual, o qual constitui a quarta tendência. Por exemplo, na maioria dos

países, o número de empresas com cotação nas bolsas locais tem permanecido constante e o mercado de bônus corporativos não tem uma presença significativa<sup>1</sup>.

Mais ainda, a quinta tendência é que um crescente número de empresas julga mais atraente o financiamento através dos mercados internacionais de capitais. A transferência da colocação de bônus e ações (ADRs) nos mercados de valores internacionais reflete, sem dúvida, a maior integração da região aos mercados internacionais. É a resposta a forte concorrência por reduzir custos, aproveitando os benefícios do avanço tecnológico e a conveniência das empresas da região em estar presente nos mercados financeiros mundiais.

A sexta tendência é o crescente financiamento dos governos mediante a colocação de bônus, tanto em moeda nacional como estrangeira. Neste sentido, ainda que o mercado privado de bônus não se tenha desenvolvido significativamente, a emissão de bônus governamentais aumentou na maioria dos países.

Este desenvolvimento, combinado com as limitações sobre a composição das carteiras dos investidores institucionais, gerou a sétima e última tendência, que se caracteriza pelo fato de muitos dos agentes demandantes de ativos financeiros, em especial, os fundos de pensões mantêm uma parcela muita elevada de passivos governamentais nas suas carteiras. Na Argentina, Colômbia, Costa Rica, México e Uruguai esta percentagem supera 50 %.

O reconhecimento destas tendências induziu os membros do CLAAF a questionar que parte destas mudanças responde a respostas eficientes do mercado, quais às reformas estruturais e quais são o resultado de imperfeições, distorções ou restrições regulatórias que limitam o desenvolvimento dos mercados de capitais locais.

#### **4. Mercados versus Regulação : o que explica as tendências recentes?**

Algumas tendências recentes nos mercados de capitais da região, identificadas na seção III, decorrem das reformas estruturais observadas na América Latina (tendências um a três). O CLAAF considera que as outras tendências decorrem de respostas eficientes do mercado ou de imperfeições, distorções e/ou restrições regulatórias que limitam o bom funcionamento dos mercados. Em particular, o Comitê opina que as tendências referentes aos mercados acionários e de títulos privados (tendências quatro e cinco) refletem, em geral, uma alocação mais eficiente dos recursos, enquanto o aumento significativo de bônus governamentais e à alta proporção destes ativos nas carteiras dos fundos de pensão privados (tendências seis e sete) são produtos de distorções regulatórias e de erros de política econômica.

#### As tendências recentes no tocante aos valores privados refletem as respostas eficientes do mercado

CLAAF opina que a tendência recente de muitas empresas da região de emitir títulos no exterior e de utilizar serviços financeiros oferecidos globalmente implica no aproveitamento de economias de escala, que se manifestam em melhores resultados para os agentes econômicos finais do mercado. É claro que existem funções onde o aproveitamento das economias de escala tem um papel fundamental na determinação dos custos do serviço. Um exemplo típico é o de custódia. Num processo de internacionalização do mercado, o acesso

<sup>1</sup> Na maioria dos países da região, somente os bancos são emissores de bônus privados.

aos serviços de custódia oferecidos por instituições internacionais como CEDEL, EUROCLEAR, e DTC gera custos de comissão usualmente muito menores dos que podem oferecer mesmo as mais eficientes instituições locais, que tipicamente contam com volume de operações muito menor.

Sob esta ótica, a decisão de muitas empresas de buscar financiamento mediante ADRs, ao invés das bolsas domésticas, que requerem custos de transação mais elevados do que os internacionais, poderia perfeitamente ser um desenvolvimento ótimo que não se altera com as regulações mas sim que responde a características próprias do mercado, tal como a presença de economias de escala. Como o CLAAF não examinou em detalhes as características de cada país, o Comitê não pode extrair conclusões finais sobre qual país é mais eficiente contar com mercados de valores locais e em que casos é preferível o desenvolvimento de bolsas regionais ou a utilização de mercados de valores globais. No entanto, o Comitê recomenda que as características individuais de países e de mercados devem ser consideradas pelas autoridades relevantes *antes* de implantar medidas de política para promover os mercados de valores locais.

#### As tendências no tocante à excessiva proporção de títulos públicos nos fundos de pensões locais refletem erros de política e distorções regulatórias

A transição de um sistema de repartição a um de capitalização gera uma deterioração significativa das contas fiscais na medida em que as contribuições que antes se deslocavam ao sistema de repartição, e que por isso constituíam uma receita para o fisco, passam agora a ser encaminhadas aos fundos de pensões privados, enquanto que o Estado fica com a carga correspondente aos antigos beneficiários do sistema. As necessidades adicionais de financiamento fiscal que resultam desta reforma na maioria dos casos foram atendidas com a colocação de títulos públicos nos recentemente criados fundos privados de pensão, muitas vezes induzida por exigências da regulação.

Isto levou os fundos de pensões na América Latina a investirem parte substancial da sua carteira em títulos públicos. Com exceção do Chile e do Peru, no resto dos países que reformaram os seus sistemas de pensão, os títulos públicos representam mais de 50% da carteira de ativos dos fundos de pensões.

Em muitos casos se trata, além disto, de títulos públicos que tem uma qualificação de risco abaixo do “grau de investimento”. Ou seja, os fundos de pensões, em alguns países da América Latina, estão fortemente investidos em títulos públicos com resgate não garantido.

Um “confisco” não é uma possibilidade teórica, como demonstraram recentemente os casos da Argentina e Uruguai. De fato, quando Argentina deixou de ter acesso voluntário ao mercado de capitais em 2001, o governo modificou as condições dos títulos de dívida em poder dos fundos de pensão: modificou o perfil dos vencimentos, mudou a denominação de dólares para pesos a uma taxa de câmbio arbitrária e impôs aos novos títulos taxas de juros abaixo das do mercado. Naturalmente estas medidas resultaram em fortes perdas no valor das carteiras dos fundos de pensões.

Embora com procedimentos distintos, uma vez que o governo uruguaio estabeleceu uma troca voluntária aos detentores de dívida pública (incluindo os fundos de pensão), quando enfrentou dificuldades financeiras o resultado foi também uma perda significativa no valor da carteira dos fundos de pensão.

Na opinião do Comitê, esta é uma tendência preocupante que pode comprometer a confiança nos fundos de pensão e abortar o incipiente desenvolvimento de um dos principais atores nos mercados de capitais da região. Assim, o Comitê recomenda:

- a) Aprofundar o esforço fiscal especialmente durante a transição de um sistema de repartição para um de capitalização.
- b) Exigir que os títulos do setor público (Governo Central, Banco Central e empresas estatais) utilizados como investimento dos fundos de pensão tenham igual, ou melhor, qualificação do que o de menor qualificação entre os demais instrumentos alternativos e por um limite máximo à exposição dos fundos de pensão aos títulos públicos.
- c) Diversificar os investimentos dos fundos de pensão, permitindo preventivamente uma proporção de investimentos no exterior de caráter não especulativo.

## **5. Outros Temas Regulatórios e Sugestões para Análises Futuras**

O Comitê concentrou atenção em apenas alguns dos temas importantes no tocante aos mercados de capitais da região. Um tema que deve ser mencionado é a qualidade da regulação e supervisão dos mercados.

Na América Latina, a maior parte dos países tem uma agência especializada por tipo de instituição (bancos, valores mobiliários, seguros, fundos de pensão) que cuida da regulação e supervisão do sistema financeiro. Este modelo, embora tenha o benefício da especialização e de menores custos, corre o risco de que o conjunto de padrões regulatórios seja inconsistente entre as diferentes agências. Isto pode levar a um problema muito sério: o “arbitrio regulatório”, como ocorreu recentemente na Jamaica e no Chile. Adicionalmente, quando a regulação e supervisão estão descentralizadas, o esforço para coordenar os reguladores atrasa o desenvolvimento do mercado de capitais.

Ainda que a forma da regulação e supervisão dependa do tamanho do mercado, da disponibilidade de recursos financeiros e humanos especializados e de como está organizado o mercado de capitais, i.e; sobre a base dos “supermercados financeiros”, “*holdings*” e filiais, o Comitê recomenda que, no mínimo, deve haver uma adequada coordenação de nível superior, com homogeneidade de normas preventivas e de requisitos de informação, assim como estabelecer a supervisão consolidada.

Adicionalmente, o Comitê recomenda que as atribuições dos supervisores devem modernizar-se e adaptar-se aos novos desenvolvimentos do mercado de capitais para permitir uma aplicação eficaz de uma norma que, sendo formalmente adequada, em muitas ocasiões não tem contribuído para prevenir nem solucionar problemas, e também tem falhado em minimizar a ocorrência de fraudes no setor financeiro. A este respeito, o Comitê recomenda reduzir a vulnerabilidade jurídica a que estão expostas as autoridades regulatórias.

Outros temas que o Comitê julga necessário examinar mais detidamente estão apresentadas a seguir:

Há qualidade insuficiente de normas relativas à “governança corporativa”. Isto significa que por insuficiência de transparência, homogeneidade e frequência das informações das empresas, a poupança das pessoas passível de ser convertida na compra de ações e/ou bônus é desestimulada. Adicionalmente, a proteção insuficiente dos direitos dos acionistas minoritários aponta para a mesma direção. Em particular, o Comitê sugere analisar com mais profundidade as conseqüências da legislação relativa a Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA).

Um dos problemas que atingem a maioria dos mercados de capitais da região é a relativa iliquidez da maior parte dos instrumentos financeiros de longo prazo. Isto é devido, em parte, ao fato dos detentores “naturais” destes papéis (fundos de pensões e companhias de seguros) manterem os ativos até o resgate, reduzindo a transação deles. Adicionalmente, aspectos tributários e regulatórios tendem a reduzir o incentivo para negociar os instrumentos financeiros.

Parte importante da debilidade no desenvolvimento dos mercados de capitais na América Latina se deve à inadequada e lenta administração da justiça na matéria econômica em geral, e financeira em particular. Reformas e modernização neste âmbito contribuiriam para facilitar a utilização de novos produtos, assim como o desenvolvimento de novas instituições e as inovações que caracterizam os mercados financeiros.

---

O Comitê Latino-americano de Assuntos Financeiros (CLAAF) agradece o apoio financeiro do Banco Mundial, da CAF e de FELABAN pela sua contribuição à Reunião em Santiago. O Comitê é completamente independente e autônomo para emitir suas declarações.