

3

CPMF e o Mercado Acionário no Brasil

3.1

CPMF no Brasil

Com a finalidade inicial de arrecadar recursos para serem adicionados à saúde pública, um imposto sobre transações financeiras de 0,25 por cento foi adotado no Brasil em agosto de 1993. Após vigorar por apenas um mês, este tributo – na ocasião chamado de Imposto sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (IPMF) – foi suspenso de setembro a dezembro de 1993, sendo reinstituído em janeiro de 1994 e assim permanecendo até dezembro deste mesmo ano.

Após deixar de vigorar por praticamente dois anos, ou seja, durante 1995 e 1996, o IPMF voltou, em janeiro de 1997, sob a forma de contribuição e sem destinação exclusiva de recursos à área da saúde. Objetivos de arrecadação não mais focalizados única e exclusivamente nessa área pareceram aumentar o apoio dos congressistas para a manutenção deste tributo, que passou a ser chamado de Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF). Apesar de ter retornado em caráter provisório, com um fim previsto para janeiro de 1999, a importância da CPMF para o ajuste fiscal brasileiro fez com que este tributo mais uma vez retornasse em junho de 1999, inclusive, com um aumento no valor da alíquota de 0,2 para 0,38 por cento. Como mostra a tabela 1, esta alíquota vigorou de junho de 1999 a junho de 2000 (12 meses), sendo então reduzida para 0,3 por cento por nove meses. Em março de 2001, retornou ao valor de 0,38, permanecendo até julho de 2002, quando as transações em bolsa passaram a ser isentas do tributo.

Na próxima seção, mostraremos que o período de incidência da CPMF foi acompanhado de um grande esvaziamento do mercado de ações brasileiro, principalmente a partir de 1999, quando a alíquota máxima deste tributo esteve em vigor.

3.2

O Mercado de Ações no Período da CPMF

De janeiro de 1990 a julho de 2002, o volume de negociação da Bovespa passou por altos e baixos. O primeiro ano em que a CPMF esteve integralmente em vigor, 1994, apresentou um aumento de 67 por cento no volume de transações, fato este que parece estar associado à elevada taxa de crescimento do PIB em 1994 – 5,9 por cento – e também à vasta entrada de capitais externos nesse mesmo ano.

A volta da CPMF em janeiro de 1997 (após uma ausência de dois anos) não parece ter afetado significativamente o volume de negociação da bolsa, que subiu cerca de 100 por cento comparado ao ano de 1996, a despeito de um crescimento do PIB praticamente estável de 1996 a 1997 e da entrada relativamente baixa de investimentos externos em carteira.

Após 1997, entretanto, o mercado de ações apresentou uma clara tendência de queda no volume de negócios e no número de empresas listadas em bolsa. A tabela 2 mostra que, entre 1998 e 1999, o volume negociado de ações reduziu-se em 18 por cento, enquanto que o número de empresas listadas na bolsa caiu nove por cento. De 1999 a 2000, o volume negociado apresentou um aumento de 27 por cento, enquanto o número de empresas com ações em bolsa continuou em queda. A partir daí, essas duas medidas da atividade com ações em bolsa apresentaram uma redução sistemática, com o volume negociado caindo 30 por cento e a quantidade de empresas listadas 11 por cento, de 2000 a 2002.

Na fase mais expressiva de queda do mercado de ações brasileiro (1997 a 1999), o PIB cresceu muito abaixo da média de crescimento que vinha sendo observada entre 1993 e 1997 (0,1 por cento em 1998 e 0,8 por cento em 1999). Ao mesmo tempo, o fluxo de investimentos externos em carteira (bilhões de dólares) caiu cerca de 80 por cento de 1998 para 1999, apresentando, a partir daí, valores muito aquém do fluxo médio de investimentos obtido de 1993 a 1997.

No mesmo período em que a atividade em bolsa acompanhou a redução dos indicadores econômicos brasileiros, houve importantes inovações no mercado acionário. Provavelmente, a inovação mais marcante ocorrida nesse período foi o programa *Depositary Receipts* (DR). Através deste programa, ações de empresas

brasileiras puderam ser negociadas em bolsas estrangeiras, estando grande parte desses papéis em bolsas americanas. Desde 1993, do total acumulado de 72 emissões de DRs já realizadas em bolsas estrangeiras, 66 foram feitas nos Estados Unidos, por meio dos *American Depositary Receipts* (ADR).

As ADRs podem ser de níveis I, II ou III. O nível I é o que apresenta critérios de negociação menos restritivos. Por exemplo, os demonstrativos financeiros das firmas que emitem ADRs do nível I não precisam satisfazer os princípios de contabilidade americano (GAAP), e as firmas não precisam registrar as ADRs no órgão de fiscalização do mercado de capitais americano – o SEC (*Security and Exchange Commission*). Em contraste, empresas que negociam ADRs do nível II devem registrar estes certificados no SEC e obedecer as regras americanas de contabilidade, além de cumprir as exigências da bolsa em que estão sendo negociados. Já o nível III impõe as mesmas restrições do nível II, porém permite que a empresa brasileira faça ofertas públicas de ações no mercado americano. Finalmente, outros mecanismos (e.g. Rule 144-A) permitem a colocação privada de ações no mercado americano sem, no entanto, obrigar as empresas a terem registro em bolsa, nem mesmo a cumprirem as regras do GAAP. Nesse sentido, este último mecanismo se assemelha ao nível I, no que se refere às exigências para a colocação de ações.

Portanto, à medida que obriga cumprir as normas americanas para a listagem de ações, a colocação de ADRs, principalmente as dos níveis II e III, tem sido importante na obtenção de práticas melhores de governança corporativa entre empresas brasileiras, como mostra Srour (2002).

O programa de ADRs se iniciou em 1993, um ano após inaugurado o programa DR nas bolsas de valores brasileiras. Desde a sua primeira emissão, o programa de ADRs vem apresentando uma forte adesão, sendo que o maior aumento ocorreu de 1997 para 1998 (11 empresas). Em 2002, 66 das 413 empresas que negociavam ações na Bovespa já tinham emitido algum tipo de ADR, sendo que 10 foram negociadas pela “Rule 144-A”, 27 foram do nível I e 29 foram dos níveis II ou III.

Paralelamente à introdução de ADRs, a parcela do lucro da firma destinada ao pagamento de dividendos (*Payout*) cresceu, apesar da queda do volume de negócios com ações brasileiras. Enquanto o volume negociado em 2002 reduziu

cerca de 37 por cento em relação ao observado em 1999, o *Payout* subiu 43 por cento nesse mesmo intervalo de tempo.

Em suma, a tabela 2 mostra que o aumento da alíquota da CPMF em 1999 foi acompanhado de uma queda no volume de transações e, em contrapartida, de uma melhora dos indicadores que usualmente são associados a uma melhor governança.