

Entre dois BRICs

O espantoso crescimento econômico chinês vem atraindo expressivos volumes de capital para seus mercados. O país vem institucionalizando práticas de governança corporativa ainda que, na prática, a estrutura de propriedade das empresas esbarre na presença maciça do estado controlador. O artigo compara os mercados de capitais de Brasil e China à luz da atratividade desses mercados como opção de alocação de recursos.

por **Mônica Rocha de Carvalho**, Itaú Asia Securities

Na minha primeira visita à Ásia, em 1987, morando no Japão, vi o desenho do país do êxito, o *boom* dos mercados acionário e imobiliário, preços do metro quadrado em Tóquio multiplicando-se em dúzias de zeros o preço do grama do ouro, os índices de relação preço-lucro das empresas japonesas atingindo três dígitos. De volta ao Japão em 1990,

encontrei o país atormentado pela queda da Bolsa e pela realidade do sonho desfeito.

Em 1987, o índice Nikkei 225 (o das 225 *prime companies* japonesas) marcava 39 mil pontos; depois de todos os eventos econômicos das duas últimas décadas, ainda hoje, pontua 17 mil em média. Ou seja: mais da metade

da riqueza que se estimava estar sacramentada no mercado de capitais de Tóquio, em 1987, permanece enterrada por quase 20 anos – e assim pode continuar indefinidamente. Em contraste, a China de 1987 nem ainda vislumbrava o estabelecimento de um mercado de capitais aberto ao mundo (isso só aconteceu no fim da década de 1990).

Em comparação com o mercado doméstico chinês, o mercado brasileiro já avançou significativamente em termos de desenvolver e aplicar práticas de governança corporativa em linha com as adotadas em grandes centros financeiros internacionais.

Hoje, a capitalização do mercado acionário na China chega a USD 2,6 trilhões (soma da capitalização dos índices compostos de Shanghai e Shenzhen); em um único dia, chega-se a abrir 400 mil novas contas de investimentos pela população local. Resumindo, quando se trata de nomear pólos de atração de investimentos em bolsas de valores asiáticas, notam-se uma clara reorientação e uma convergência de interesses para economias chinesa e indiana em detrimento da liderança japonesa de décadas.

Neste artigo, de forma mais abrangente e tomando como empréstimo a idéia de que os “BRICs” (Brasil, Rússia, Índia e China) serão o motor da economia mundial nos próximos 40 anos, o foco será colocado no caso da China em contraste com o caso brasileiro. Examinaremos os mercados de capitais (Bolsas de Valores, especificamente) nos dois países, buscando extrair algumas conclusões sobre como e por quê, neste primeiro estágio (o de atração de capital), um investidor optaria por alocar seus recursos em uma ou outra economia.

Governança Corporativa. Há 40 anos, a característica mais importante das empresas chinesas, no seu modelo tradicional, era a propriedade estatal: o Estado tinha todos os direitos de propriedade, além de ter controle sobre a

administração das empresas. O principal objetivo das chamadas *state-owned-companies* (SOEs) era cumprir metas de produção, sem preocupação com rentabilidade e sustentabilidade individual das empresas, as quais nem sequer eram reconhecidas legalmente como entidades independentes.

Em um segundo estágio intermediário, aproximadamente entre 1984 e 1993, houve uma separação entre a responsabilidade do gestor e os objetivos diretos do governo central, com ênfase na capacidade da empresa para se comportar como uma entidade independente. Durante esse período, a gestão era compartilhada entre o diretor de cada empresa, representantes dos sindicatos de classe e um comitê de gerenciamento representando os interesses do governo central. A propriedade permanecia estatal;

entretanto, delineou-se a primeira estrutura de governança independente. A sobrevivência desse modelo mostrou-se impossível, principalmente dadas as dificuldades de sustentabilidade financeira das empresas, apesar da possibilidade de acumular resultados individualmente.

O modelo corrente, implementado após 1993 (com a nova lei corporativa também em vigência), introduziu um paralelo às modernas corporações ocidentais. A implementação desse modelo ainda pode ser considerada “em progresso”; apenas uma parcela das antigas SOEs pode ser considerada “enquadrada”, mesmo quase 15 anos depois. Nas Bolsas, foram estabelecidos índices específicos que segregam tais companhias (o Shanghai e o Shenzhen “G” *Shares indexes*): sua principal característica são graus de maior responsabilidade na gestão e apresentação de resultados e maior eficiência, quando comparadas às suas irmãs confinadas no antigo modelo.

Em se tratando de regras de governança corporativa, há provisões específicas para empresas fechadas ou públicas (sendo que estas últimas podem ser listadas ou não listadas), de propriedade do governo ou ainda as de propriedade mista. Espera-se que com a adesão total da China à organização mundial do comércio (OMC), em 2007, cada vez mais os direitos, principalmente dos acionistas estran-

geiros, sejam alinhados com as melhores práticas adotadas em outras regiões.

No caso das SOEs modernas, a lei (*Corporate Law*, de 1993) estabelece claramente que: (1) a propriedade seja claramente definida; (2) os direitos e as responsabilidades sejam claramente definidos; (3) a empresa seja separada do governo; (4) os princípios de “gerenciamento científico” sejam empregados. O item (2) tem sido alvo de maior detalhamento, em linha com as práticas mais comuns de tratamento de *stakeholders* em outras regiões. Em ponta oposta, encontra-se o item (3), no que diz respeito à total separação entre a empresa e o Estado. Isso imprime talvez a maior diferença entre as SOEs (que ainda são importante pilar da economia chinesa) e empresas situadas em economias puramente de mercado.

O campo de comparação colocado neste artigo se resume às empresas listadas em bolsas, que, na grande maioria na China, são SOEs, em diversos estágios de “corporatização”. Uma análise mais acurada da lei e práticas de governança corporativa estabelecidas no mercado doméstico chinês demonstra claramente que o nível de sua aplicabilidade ainda encontra barreiras para se encaixar no modelo econômico baseado em participação do Estado ativa na estrutura de propriedade das empresas.

Regras, como o estabelecimento de comitês de monitoramento, *boards* de supervisão, separação de funções entre os *board* e executivos, são implementadas; as empresas que emitem as chamadas “H” shares (negociadas no mercado

de Hong Kong) têm padrões de auditoria internacional. Entretanto, nada é capaz de ultrapassar a característica básica dessa forma de propriedade, que é a ausência última de um “Principal” identificável, ou seja, a mão do dono. Via de regra, ainda se percebe que o modelo de governança corporativa vigente é baseado em propriedade muito concentrada e baixo nível de transparência.

Contraste. Em contraste com a China continental, Hong Kong adota o modelo legal inglês e tem seu próprio conjunto de regras e leis direcionadas especificamente a garantir transparência e imputabilidade. O *Hong Kong Exchanges and Clearing Limited* (HKEx) é uma *holding company* que abriga o SEHK (*Stock Exchange of Hong Kong Limited*), o HKFE (*Hong Kong Futures Exchange Limited*) e o HKSCC (*Hong Kong Securities Clearing Company Limited*).

O HKEx é uma empresa pública e listada com atribuições específicas para assegurar que as boas práticas de governança corporativa se reflitam em maior segurança e confiabilidade dos mercados. As Ordinações das Empresas (revista em 2001) e as Ordinações de Títulos e Mercados Futuros (2002) formam o arcabouço legal. Em conteúdo, a orientação está em linha com as melhores práticas internacionais, com provisões a respeito de composição dos Conselhos, tratamento igualitário de todos acionistas,



separação entre executivos e Conselhos, estabelecimentos de comitês de auditoria e controles internos, regras estritas de reportagem e transparência.

Governança no Brasil. Em comparação com o mercado doméstico chinês, o mercado brasileiro já avançou significativamente em termos de desenvolver e aplicar práticas de governança corporativa em linha com as adotadas em grandes centros financeiros internacionais. Se há um “modelo brasileiro”, ele pode ser definido como um híbrido da herança “Sarbanes-Oxley” e o conjunto de práticas recomendáveis pela OECD. Principalmente nas novas emissões (primárias e secundárias), a tendência vem se consolidando em uma aderência maciça aos níveis de mais alta governança da Bovespa – nível 1, 2 e Novo Mercado.

Quando olhamos os índices de preços dos mercados de ações, ainda que em bases similares, a visão do investidor global parece penalizar os ativos brasileiros por uma percepção de potencial de crescimento menor do que o que se espera dos ativos chineses.

Tal aderência vem atraindo capital para empresas de médio porte e muitas vezes situadas em setores não tradicionais da economia. Estas se utilizam da legitimação das regras nos níveis de governança mais altos como aval para a ausência de histórico no mercado de capitais e, em alguns casos, a própria incipiência das próprias operações. Das 82 ofertas primárias e secundárias realizadas na Bovespa desde 2004 até julho de 2007, 61 empresas aderiram ao Novo Mercado. Em um quesito específico, a concessão de direitos de “tag along”, há hoje 134 empresas que o oferecem integralmente, inclusive a acionistas preferencialistas, tendo ou não aderido totalmente ao Novo Mercado.

Veículos para investimento. Em termos de mercados para se investir em empresas chinesas, é possível fazê-lo

em Shanghai, Shenzhen ou Hong Kong. Em Shanghai e Shenzhen, negociam-se as “A Shares”, disponíveis apenas para investidores domésticos na China. As “B Shares” são disponíveis apenas para investidores estrangeiros em Shanghai e Shenzhen, enquanto as “H Shares” são negociadas no mercado de Hong Kong, aberto a investidores estrangeiros. Ações de empresas chinesas também são negociadas em outras bolsas do mundo, como o NYSE (Nova Iorque), em forma de ADRs.

O mercado de Hong Kong se constitui em veículo bastante acessível para investidores estrangeiros que desejam alocar recursos em ações de empresas chinesas; em termos de liquidez, tem um fluxo diário de aproximadamente USD 9 bilhões, dos quais aproximadamente 4% (US\$ 380 milhões em média) se referem a transações de “H Shares”.

Adicionalmente, as empresas que têm “H Shares” são submetidas a requisitos específicos e devem estar, necessariamente, em conformidade com as exigências regulatórias de Hong Kong, o que as alinha com as melhores práticas de governança adotadas em outros mercados internacionais.

No caso do Brasil, as ações negociadas na Bovespa são, via de regra, acessíveis a qualquer investidor. Os investidores estrangeiros que desejam

alocar recursos para ações de empresas brasileiras escolhem principalmente entre as ações negociadas basicamente na Bovespa ou ADRs. Em termos de classes de ações, há preferenciais, sem direito a voto (mas com preferência em recebimento de dividendos) e as ordinárias (com direito a voto). A atual política monetária não impõe restrições de fluxo de capitais no país, ainda que seja necessário o registro formal de entrada e saída de capitais estrangeiros. Hoje, a participação de investidores estrangeiros na Bovespa responde por 35% do volume de negócios, com volume semelhante ao das “H Shares” em Hong Kong.

Mercado de capitais. Nos últimos cinco anos, tanto os mercados da China quanto do Brasil têm vivido a parte virtuosa da sua natureza cíclica e, ainda que correções sejam

esperadas, há fundamentos suficientes nas duas economias indicando que novos patamares de sustentação devem se confirmar nos próximos anos. A prosperidade dos ciclos também vem consolidando os mercados de capitais como a principal fonte de financiamento das empresas, especialmente as de médio porte.

No caso da China, onde o modelo de governança é baseado em controle concentrado (muitas vezes, pelo próprio governo), a pujança dos mercados de capitais também tem a ver com a inatividade de formas alternativas de mudança de controle, principalmente as transações privadas. Quanto ao Brasil, as transações privadas sempre se constituíram em uma alternativa viável como mercado de controle corporativo no país, mas vêm, gradativamente, perdendo terreno para as transações via mercado. Para o crescimento de ambos os mercados, tem contribuído substancialmente o nível de liquidez do mercado internacional.

No caso específico do Brasil, cada vez mais a percepção de risco de investidores externos acerca da economia brasileira, traduzida na queda livre dos índices que medem o risco-país, atesta a disposição para a compra de ativos brasileiros. Ao mesmo tempo, as melhores práticas de governança, paulatinamente adotadas, constituem fator de atratividade do capital para as bolsas. Assim, no caso brasileiro, em razão de crescentes mecanismos de regulação e maior transparência, o mercado de capitais se torna a instância que oferece maior simplicidade e segurança no processo de mudança de controle nas corporações.

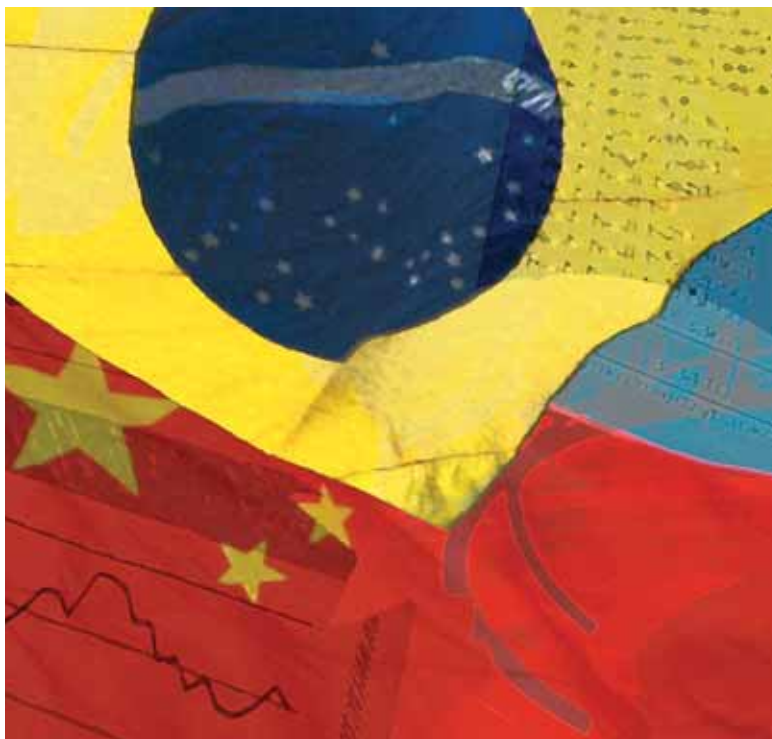
No caso da China, a participação (principalmente estrangeira) no capital das empresas sofre restrições legais e é submetida ainda a regras assimétricas no que diz respeito aos seus direitos como acionista. Dessa forma, o mercado de capitais se torna também um veículo de acesso atrativo, mesmo que calcado em bases menos sólidas.

Índices não refletem o tamanho total dos mercados, mas são aproximações razoáveis, uma vez que incluem, em geral, as ações mais líquidas de um determinado mercado. A Tabela 1 mostra os índices de

monitoramento dos mercados da China e do Brasil, destacando a *performance* das classes de ações específicas, bem como os índices preço / lucro e valor de capitalização.

Investimento estrangeiro. Algumas conclusões interessantes podem ser extraídas dos dados sobre os mercados na China. Somando-se a capitalização de mercado das “*B Shares*” negociadas em Shanghai e Shenzhen, temos a medida do investimento estrangeiro em ações do mercado doméstico chinês. O total é aproximadamente US\$34 bilhões, valor insignificante se comparado ao total da capitalização de mercado do CSI 300, o índice que agrega as empresas com melhores práticas de governança em Shanghai e Shenzhen (US\$ 2.066 bilhões) – sem mencionar a capitalização total dos mercados de Shanghai e Shenzhen (*Composite indexes*, US\$ 2.684 bilhões).

Entretanto, entendemos que o HSECI (*Hong Kong Enterprise Index*, das empresas chinesas listadas em Hong Kong) seja o índice mais comparável com o Ibovespa se quisermos inferir o preço pago por um investidor estrangeiro para ativos de perfis similares, listados nos dois mercados. Se observamos o volume negociado diariamente no



HSECI, o valor é relativamente comparável com o volume negociado diariamente por estrangeiros na Bovespa (US\$ 340 e US\$ 520 milhões).

De acordo com a Tabela 1, nota-se que há diferenças significativas entre os índices de preço-lucro nos mercados e também entre os diferentes índices discriminados por tipo de ações. O ponto mais marcante é claramente o enorme prêmio que se percebe entre o P/L do mercado doméstico

na China, expresso pelo Shanghai Composite e o Shenzhen Composite (49,2x e 72,4x, respectivamente), se comparado com o P/L do índice das empresas chinesas negociadas no HSECI (22,3x).

Talvez, a grande diferença possa ser em parte explicada pela natureza do investidor médio no mercado doméstico chinês. As estatísticas não são muito precisas, mas estima-se que 70% dos investidores no mercado doméstico chinês

Tabela 1 - **Índice dos mercados na China e no Brasil: principais características**

ÍNDICE	NÚMERO DE EMPRESAS	PREÇO / LUCRO CORRENTE	NÍVEL EM JAN 2005 (PONTOS)	NÍVEL CORRENTE (PONTOS)	VARIAÇÃO (%)	CAPITALIZAÇÃO DO MERCADO CORRENTE (USD BI)
EUA						
S & P 500	500	16,8	1.164	1.418	22%	13.170
China						
CSI 300	300	49,3	1.000	4.663	366%	2.066
Shangai "A" Shares	825	48,9	1.292	4.963	284%	2.083
Shangai "B" Shares	54	85,0	77	310	304%	16
Shangai "G" Shares	737	51,0	1.029	4.069	295%	1.697
Shenzhen "A" Shares	598	72,0	322	1.364	324%	558
Shenzhen "B" Shares	55	53,2	236	757	221%	18
Shenzhen "G" Shares	467	61,3	1.220	5.587	358%	503
Shangai Composite	879	49,2	1.223	4.776	291%	2.098
Shenzhen Composite	635	72,4	308	1.304	323%	586
Honk Kong SAR						
Hang Seng Index	39	16,0	13.648	21.853	60%	1.234
Hang Seng China Enterprise Index	47	22,3	4.725	12.352	161%	472
Brasil						
Ibovespa	59	13,1	24.310	52.638	117%	593
Brazil IBX Index	100	12,2	7.440	17.171	131%	717

Fonte: Bloomberg, semana de 13 de agosto de 2007.

Tabela 2 – **Comparação entre os Índices Bovespa e o HSECI**

ÍNDICES	JANEIRO 2007	AGOSTO 2007	VARIAÇÃO %	P/E	PRÊMIO / DESCONTO
Empresas chinesas em Hong Kong	10.633	12.352	16.2%	22.3	0
Ibovespa	45.382	52.638	16.0%	13.1	- 41.2 %

Fonte: Bloomberg, semana de 13 de agosto de 2007.

sejam pessoas físicas, contra 30% de investidores institucionais e outros. O comportamento errático e pouco sofisticado desses investidores pode explicar os prêmios exagerados para os ativos negociados no mercado, bem como a sua maior volatilidade.

Por outro lado, a austeridade das regras do mercado em Hong Kong parece atrair investidores dispostos a enfrentar uma valorização mais modesta, correspondente a uma menor exposição aos riscos da desgovernança. Intrigante é, entretanto, o fato de que os índices mostram que o investidor penaliza a exposição a melhores práticas de governança ao invés de pagar um prêmio por ela. Ou, hipótese mais provável, a percepção mais geral pode ser a de que um controle maior sobre as empresas possa diminuir a sua *performance* e que esta ainda seja relacionada a práticas pouco ortodoxas de gerenciamento delas mesmas.

É voz corrente que ainda há um longo caminho a ser percorrido no que diz respeito à total transparência das operações das empresas no mercado doméstico na China. Mais concretamente, sabe-se também que os mecanismos de estabilização de preços são fortes e de longa duração, potencialmente provendo suporte artificial aos preços das ações.

Mais interessante ainda é notar que, ao compararmos o índice P/L para o mercado brasileiro (Ibovespa), hoje ele está em torno de 13,1x. Na Tabela 2, comparamos o Ibovespa com o HSECI. Desde janeiro de 2007, observamos que a valorização nos dois índices foi similar: 16,0% para o Ibovespa, e 16,2% para o HSECI. Ao mesmo tempo, o índice P/L para os dois mercados mostra um desconto de 41% no preço médio pago pelos ativos listados no Ibovespa.

Ou seja, os números parecem indicar que, mesmo estando exposto a um retorno similar, o investidor paga hoje quase o dobro por um ativo chinês listado em Hong Kong

do que paga pelos ativos brasileiros. Mesmo assumindo que as médias, por natureza, apresentam distorções, este desconto aplicado aos ativos listados no Ibovespa parece injustificado.

Perspectivas. Quando olhamos os índices de preços dos mercados de ações, ainda que em bases similares, a visão do investidor global parece penalizar os ativos brasileiros por uma percepção de potencial de crescimento menor do que o que se espera dos ativos chineses. Pelo menos até o momento, não se percebe ainda um prêmio pago por um ambiente institucional mais positivo no mercado brasileiro.

Olhamos para a China apenas como receptora de investimentos, mais especificamente em suas Bolsas de Valores. O próximo passo, amplamente esperado pelo mundo financeiro, é o momento em que as enormes reservas chinesas comecem a migrar para outros mercados de ações do mundo. Hoje, essas reservas são investidas fora, majoritariamente, em títulos do governo norte-americano. Há planos para que sejam investidas em outras Bolsas do mundo, a exemplo do que hoje faz o governo de Cingapura na esteira de medidas internas recentes, como a que permite que as seguradoras chinesas invistam parte dos seus *portfolios* em outros mercados mundo afora. Neste momento, interessante vai ser inferir sob qual perspectiva o investidor chinês enxergará o mercado brasileiro.

Mônica Rocha de Carvalho

Vice-Presidente de Equity Sales, Itaú Asia Securities Limited
Doutoranda em Estratégia Corporativa pela FGV-EAESP
E-mail: monica.rocha-carvalho@itau.com