



Os mercados de capitais

Por **Joël Métails***

Nos anos setenta, o financiamento da economia francesa era assegurado essencialmente pelo sistema bancário. Os mercados de capitais (ações e títulos) tinham um papel apenas secundário. No início dos anos oitenta, a modernização do sistema financeiro iria ser motivada por dois objetivos imperiosos: manter a competitividade internacional e, sobretudo, **reorientar profundamente e de maneira duradoura o financiamento da economia em direção a uma mobilização mais ampla da poupança nacional e um papel crescente dos mercados de títulos.**

Em pouco tempo, a França iria ser dotada de um mercado da dívida pública líquida de envergadura internacional, de um mercado monetário aberto e de mercados de produtos derivados. A modernização e o desenvolvimento atingiriam, da mesma forma, o mercado financeiro (títulos privados e ações). Essa transformação radical do financiamento da economia foi, além disso, indissociável do crescimento da gestão institucionalizada da poupança. A França, com efeito, ocupa há muito tempo **o segundo lugar na Europa e o terceiro no mundo em matéria de OPCVM** (órgãos de aplicação financeira coletiva em valores mobiliários), com um volume atualmente superior a 800 bilhões de euros. Por fim, essa transformação dos mercados de capitais apoiou-se fortemente numa infra-estrutura tecnológica inovadora, dinâmica e confiável em matéria de negociação, pagamento-entrega e custódia dos títulos que fez de Paris **uma das praças mais sofisticadas e menos caras.**

Um mercado monetário aberto dentro da zona do euro

Antes de 1985, o mercado monetário francês era essencialmente reservado aos bancos para ajustar suas tesourarias através de aplicações e/ou empréstimos de liquidez do

Banco Central. A partir de 1985, a França, a exemplo dos outros grandes países industrializados, cria também um verdadeiro mercado monetário aberto. Este possui dois grandes compartimentos: os títulos de créditos negociáveis privados (TCN) e de bônus do Tesouro negociáveis. Estes últimos são, aliás, um componente essencial do mercado da dívida pública. O mercado interbancário, por sua vez, continua a desempenhar um papel considerável nos mecanismos de abastecimento dos bancos em liquidez do Banco Central, principalmente dentro da zona do euro.

Os **títulos de crédito negociáveis** privados são de três tipos: os *certificados de depósito*, as *notas de tesouraria* e os *bônus de médio prazo negociáveis*.

A lei de 26 de julho de 1995 dota-os de característica (montante unitário, forma de remuneração, modalidades de aplicação e de negociação, domicílio, desmaterialização) que as autoridades desejavam que fossem o mais homogêneas possível para aumentar a atratividade para os investidores. Esse quadro legal foi reformado no final de 1998 com o objetivo de liberalizar suas condições de emissão e promover a abertura europeia e internacional desses mercados. Enquanto os certificados de depósito e as notas de tesouraria são emitidos por prazos que podiam ir, originalmente, de um dia (como no mercado americano) a um ano, os bônus de médio prazo negociáveis são emitidos por um prazo maior do que um ano e sem limite de duração, a fim de oferecer uma alternativa ao mercado de títulos.

Embora a sua avaliação por uma agência de *rating* permaneça facultativa, uma proporção crescente de emissores recorre a ela, particularmente no que diz respeito às notas de tesouraria. O Banco da França e a Comissão de Operações da Bolsa exercem

Quadro nº 1: volume de títulos de crédito negociáveis

Em bilhões de euros, no final do ano	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Certificados de depósito	118	102	98	99	138	136	164
Bônus de médio prazo negociáveis	72	72	71	64	62	62	58
Notas de tesouraria	23	30	30	37	55	79	84

Fonte : Banco da França

uma vigilância extremamente estreita sobre esses mercados, considerados seguros pelos participantes. As notas de tesouraria e os bônus de médio prazo negociáveis, emitidos por empresas não-financeiras, são igualmente elegíveis como garantia no âmbito dos procedimentos de refinanciamento dentro do Eurossistema.

Por fim, esses TCNs são essencialmente subscritos por estabelecimentos de crédito, OPCVMs e empresas para as quais constituem **instrumentos de aplicação a curto prazo muito valorizados**.

De acordo com o quadro nº 1, esses mercados que agora chegaram à maturidade sofreram um vigoroso impulso com o advento do euro, como demonstra a sua atratividade e seu dinamismo entre os mercados de capitais de curto prazo no espaço monetário europeu.

- Os *certificados de depósito*, criados em março de 1985, cuja emissão é reservada aos estabelecimentos de crédito, são majoritariamente emitidos (em torno de 70%) pelos bancos pertencentes à Associação Francesa de Bancos (AFB). Todavia, os emissores internacionais são hoje cada vez mais ativos, alguns deles com programas de emissão podendo chegar a 10 bilhões de euros.
- Os *bônus de médio prazo negociáveis*, surgidos em março de 1992, são emitidos quase exclusivamente por estabelecimentos de crédito (dois terços dos quais apenas pelos bancos da AFB) e marginalmente por empresas não-financeiras. A relativa estagnação de seu volume há vários anos é atribuída à grande concorrência dos *European Medium Term Notes* e, sobretudo, do mercado de títulos.
- O mercado das notas de tesouraria é certamente o espaço líder do mercado de TCNs privados. Inaugurado em dezembro

de 1985, há muito tempo ele atingiu o terceiro lugar mundial, atrás apenas de seus homólogos americano e japonês. Seu volume e as emissões brutas anuais (937 bilhões de euros em 2001) progrediram muito depois da flexibilização determinada pelo decreto legislativo de 1998 e o advento do euro. Maior da Europa, seu volume ultrapassa habitualmente os volumes acumulados dos mercados britânico, sueco e alemão. A partir de 1999, os clientes de empréstimo não-franceses da zona do euro começaram a fazer empréstimos de maneira mais evidente, elevando a sua contribuição para o volume global a mais de 20%. Embora haja em torno de cem emissores, os vinte mais importantes deles concentram dois terços do volume total.

O **mercado interbancário** também recebeu um impulso decisivo, em 1999, com a sua integração à zona do euro. Responsável por aproximadamente **40% do volume cotidiano das transações dessa zona**, a praça de Paris já tem um papel de primeiro plano na distribuição das operações diárias e a sua primazia é incontestemente também nas das operações de contrato de recompra (baseadas na taxa "Euribor"), enquanto que os bancos franceses são os primeiros em termos de acesso aos procedimentos de refinanciamento do Banco Central Europeu.

Por fim, as transações no mercado monetário são acompanhadas **de um recurso considerável a operações de swap de taxas de juros**, com a praça de Paris concentrando 40% do volume global de atividade da zona do euro.

Mercados financeiros de primeira ordem na zona do euro

Sua radical modernização, encetada nos anos oitenta, recebeu um último grande retoque, com a *lei de modernização das atividades financeiras de 2 de julho de 1996*, que transpõe para o direito francês a diretiva europeia sobre os serviços de investimento em valores mobiliários. Tendo em vista a

unificação crescente dos mercados de capitais, essa lei institui **um quadro único para todos os operadores**, cujos estatutos simplificados distinguem apenas duas grandes variedades:

- os estabelecimentos de crédito habilitados a fornecer serviços de investimento;
- as empresas de investimento, os mercados interbancários, as empresas de gestão das carteiras de investimentos, e as casas de títulos.

Uma vez obtidas as autorizações correspondentes junto às autoridades de tutela, esses operadores podem exercer sobre os mercados as atividades de sua escolha: coleta e transmissão das ordens da clientela, execução das ordens, gestão das carteiras de investimentos, *underwriting agreement* e colocação de títulos.

Um quadro adaptado às normas internacionais mais exigentes

O novo quadro legal e regulamentar obedece a três objetivos principais: **proteger os investidores, assegurar a eficácia, a honestidade e a transparência das operações e limitar os riscos sistêmicos**. A lei, que distingue os mercados regulamentados dos mercados livres, unifica as regras aplicáveis a todos os mercados regulamentados (debêntures, ações, produtos derivados).

A regulamentação depende de três órgãos: o *Comitê de Regulamentação Bancária e Financeira**, o *Comitê dos Estabelecimentos de Crédito e das Empresas de Investimento** e o *Conselho dos Mercados Financeiros*.

Esse Conselho, instaurado em 1996, estabelece principalmente as condições de exercício de determinadas atividades das empresas de serviços de investimento, das empresas de mercado e das câmaras de compensação, bem como as regras relativas às ofertas públicas de compra (em francês, OPA) e as ofertas públicas de câmbio (OPE).

A vigilância dos mercados financeiros cabe, essencialmente, à Comissão Bancária e à Comissão das Operações de Bolsa (COB). Criada em 1967, a COB tem como missão fundamental zelar pela proteção da poupança do público, garantindo, em especial, o respeito à obrigação de informação dos tomadores de empréstimos e combater os eventuais *insider*

tradings. Um projeto de fusão entre o Conselho dos Mercados Financeiros e a Comissão das Operações de Bolsa deverá dotar a França, em breve, de uma autoridade unificada de regulação dos mercados financeiros, a exemplo do modelo já adotado por alguns países (Grã-Bretanha, Escandinávia). Isso facilitaria também os progressos da cooperação europeia das autoridades de tutela.

Um ambiente tecnológico eficiente e inovador

A partir dos anos oitenta, os mercados de capitais franceses também foram teatro de inúmeras inovações no âmbito da arquitetura das soluções tecnológicas implantadas em matéria de negociação, pagamento-entrega e conservação de títulos.

A praça de Paris logo **instalou a sua própria plataforma de negociação eletrônica para as ações (NSC)**, adotada desde então por dezoito outras Bolsas no mundo. A compensação é feita com base no sistema *Clearenet*, por muito tempo pioneira na sua área, tratando indiferentemente os produtos à vista e os derivados. Com a fusão, no início de 2001, entre o depositário central francês, a Sicoval e o Euroclear, **a arquitetura em matéria de pagamento-entrega da praça de Paris impõe-se cada vez mais no mundo como líder nas transações tanto domésticas quanto internacionais**. Os pagamentos de grandes somas associados às operações de pagamento-entrega, por sua vez, são tratados pelo sistema RTGNS (sistema de pagamento em tempo real bruto e líquido) integrado ao sistema europeu *Target*.

Os mercados financeiros franceses, agora plenamente integrados aos da zona do euro, possuem três componentes: o mercado de debêntures, o mercado de ações e o mercado de produtos derivados.

O **mercado de debêntures**, com um volume de 802 bilhões de euros no final de 2000 é o quinto do mundo e o terceiro da zona do euro, depois dos da Alemanha e da Itália. Uma verdadeira profusão de títulos de fórmulas algumas vezes muito inovadoras manteve o seu vigoroso crescimento desde os anos oitenta e reforçou seu papel no financiamento da economia francesa. Como seus principais colegas estrangeiros, ele é dominado pelas emissões do Tesouro (53% do volume total no final de 2000) que desempenham um papel

maior no mercado da dívida pública negociável (*ver abaixo*).

Os estabelecimentos de crédito constituem habitualmente o segundo grupo de tomadores de empréstimo (27% do volume no final de 2000). A metade das emissões é feita pelos bancos comerciais. Depois da lei de 25 de junho de 1999, elas podem emitir (por intermédio de empresas de crédito fundiário) debêntures fundiárias cujo sucesso pode ser capaz de redinamizar esse compartimento do mercado.

O compartimento das empresas não-financeiras, principalmente, soube imediatamente tirar partido do advento do euro e das necessidades crescentes de capital por parte das grandes empresas europeias para manter sua posição de líder na Europa, tanto em matéria de emissões quanto de volume. Este último registrou um superávit de 130 bilhões de euros no final de 2000 (40% do mercado dos "corporate bonds" da zona do euro), e as empresas francesas, com cerca de um terço das emissões, ultrapassavam seus colegas alemães (27%), holandeses (14%) e italianos (10%). Além do uso difundido das debêntures conversíveis em ações, várias inovações recentes reforçaram a capacidade de atração desse compartimento.

O **mercado de ações** também soube realizar a sua primeira revolução nos anos oitenta para facilitar a reorientação do financiamento das empresas francesas para os fundos próprios. Ele possui hoje três compartimentos. O "*primeiro mercado*", reservado às grandes empresas francesas e estrangeiras ganhou, em 1983, um "*segundo mercado*", com condições de acesso mais flexíveis, destinado principalmente às empresas de porte médio. Por fim, o "*novo mercado*", criado em 1996, visa facilitar o financiamento das empresas de forte potencial de crescimento.

A modernização das estruturas de procedimento do mercado parisiense não teve arrefecido seu processo desde 1986, quando foi introduzida a cotação contínua por computador. Depois disso, os agentes de câmbio cederam lugar, em 1988, às empresas com cotação em Bolsa, estas próprias suplantadas, depois da lei de 1996, por empresas de investimento que não possuem mais o monopólio de acesso ao mercado.

Embora ainda tivesse um papel marginal no financiamento das empresas francesas nos primeiros anos da década de oitenta, o mercado parisiense permitiu-lhes amearhar 67 bilhões de euros (15 bilhões dos quais em ações cotadas na Bolsa) em 2000. No referido ano, as transações cotidianas atingiram, em média, 5 bilhões de euros!

Como nos outros países, o mercado oficial (primeiro mercado) domina francamente os dois outros compartimentos, tanto em termos de número de empresas cotadas quanto de capitalização e transações. Depois do advento do euro, a Bolsa de Paris decidiu unir-se, em setembro de 1999, às de Amsterdã e Bruxelas dentro do sistema *Euronext*, com o objetivo de extrair os benefícios potenciais de um verdadeiro mercado europeu de capitais. O novo mercado, por sua vez, está integrado, desde 1996, à rede europeia *Euro-NM*, que compreende também os de Bruxelas, Frankfurt e Milão. Primeira bolsa pan-europeia, a Euronext visa desempenhar um papel impulsionador na consolidação das bolsas europeias. Em janeiro de 2002, a Bolsa de Lisboa uniu-se assim à Euronext, que já havia adquirido, em 2001, o mercado londrino de produtos derivados, o LIFFE. Em 2001, a Euronext tornou-se a segunda bolsa europeia, depois da de Londres, em termos de capitalização e do número de empresas cotadas (1.555 e 2.908 respectivamente) e a primeira em termos de volume de transações anuais (16.68 bilhões de euros, contra 1.056 para Londres). Além disso, dois mercados derivados, o MATIF, criado em 1986, e o MONEP, em 1987, tratam respectivamente os derivados sobre taxa de juros e mercadorias e os derivados sobre ações e índices de ações. Desde a criação da Euronext, seguida da aquisição do LIFFE, eles estão integrados num conjunto que agora ocupa o primeiro lugar mundial em derivados sobre índices e o segundo em opções sobre ações, assim como o primeiro lugar europeu em opções e contratos a prazo sobre ações e sobre índices.

Quadro nº 2 : evolução dos componentes da dívida pública negociável (volume de final de ano

Em bilhões de euros	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Dívida total	431	474	515	560	583	616	653
BTF	45	41	41	47	34	43	52
BTAN	116	125	143	149	154	154	158
OAT	271	308	331	363	395	419	442
Parcela dos não-residentes (em % total)	19	13	15	18	23	29	32

Fonte : Agência France Trésor.

Dívida pública: um mercado atraente

O mercado da dívida pública francesa estruturou-se verdadeiramente a partir de 1985, segundo o modelo dos grandes mercados estrangeiros, como o dos Estados Unidos. Essa dívida repousa em *bônus do tesouro* (BTF e BTAN) e *debêntures* (OAT). Todos esses títulos são valores assimiláveis do Tesouro, emitidos através de adjudicação, de acordo com um calendário publicado previamente. Especialistas em valores do Tesouro são encarregados de assegurar o bom desenvolvimento dessas adjudicações e a liquidez do mercado secundário, sem, todavia, possuir o monopólio dessas atividades. O aval desses especialistas (21 em 2001, 14 dos quais de origem estrangeira) é submetida a reexame periódico. A agência *rance Trésor*, criada em 2001, é encarregada da otimização da gestão dessa dívida.

Os **BTFs (bônus do Tesouro a taxa fixa e juros pré-fixados)** são emitidos por um período inicial inferior ou igual a um ano ; o dos **BTANs (bônus do Tesouro a taxa fixa e juros anuais)** vai de dois a cinco anos. De extrema liquidez, o mercado secundário de BTANs constitui agora uma referência para a cotação das emissões de títulos a cinco anos da zona do euro.

As **OATs** (em português, **debêntures assimiláveis ao Tesouro**) são emitidas por um período inicial de sete a trinta anos. Por causa da assimilação, esse mercado comporta hoje 18 linhas de cotação de mais de 15 bilhões de euros cada uma e 32 de mais de 10 bilhões de euros. O volume cotidiano médio de transações sobre as cinco OATs mais tratadas geralmente excede os 25 bilhões de euros. Esse compartimento do mercado, portanto, é hoje o mais líquido da zona do euro e pode ser comparado com vantagem ao mercado americano. O Tesouro francês foi responsável por diversas inovações, como a

criação (em 1991) do primeiro mercado de debêntures desmembradas da Europa, ou o lançamento das OATs indexadas pela inflação (em 1998 e 1999) e das OATs indexadas pelo índice de preços da zona do euro (em 2001).

Todos esses elementos reforçam a capacidade de atração da dívida pública

francesa para os investidores não-residentes, que detinham mais de 30% em 2000, 28% dos quais só em relação às OATs.

As perspectivas

Em praticamente mais de quinze anos, a França criou diversos compartimentos de um vasto mercado de capitais, cobrindo toda a gama de prazos e apoiado por mercados de produtos derivados. Baseando-se numa infraestrutura tecnológica de ponta que faz dela um dos mercados mais atraentes do mundo, e numa indústria de OPCVMs sofisticada, a praça de Paris deverá poder tirar proveitos substanciais de uma integração já bastante engajada no novo contexto europeu e mundial surgido com o advento do euro.

Para saber mais:

www.euronext.com/fr
www.banque-france.fr
www.france-tresor.gouv.fr

Joël Métais é professor de ciências econômicas da Universidade de Paris IX – Dauphine.

As opiniões expressas neste artigo são de exclusiva responsabilidade do autor.
