



ESCOLA DE GESTÃO
RUI ALPALHÃO

OPINIÃO

O Fado do Mercado



➔ Num influente artigo de 1998 ("Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106[6]), Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny classificaram os sistemas legais em quatro grandes famílias, a saber o sistema inglês de *common law* direitos codificados em variantes francesa, alemã e escandinava, e demonstraram que a protecção dos investidores era significativamente maior nos países com sistemas legais da família da *common law* inglesa. Mais identificaram uma significativa correlação positiva entre a protecção dos investidores e o desenvolvimento dos mercados de capitais. Uma interpretação possível destes resultados é o entendimento segundo o qual sendo o sistema legal fruto de escolhas feitas num passado remoto, os decisores que optaram por sistemas legais codificados condenaram os investidores no mercado de capitais a fracos padrões de protecção, e, por essa via, os mercados de capitais ao anquilosamento. Sendo Portugal sem margem para dúvida um país de direito codificado, será o destino inexorável do mercado de capitais português um triste fado?

Não necessariamente. Os resultados de La Porta, López de Silanes, Shleifer e Vishny são válidos actualmente, mas não o teriam sido noutras épocas. Antes da Primeira Guerra Mundial, por exemplo, o mercado francês de acções era bem maior (quase duas vezes maior) do que o americano, relativamente aos respectivos produtos internos brutos, apesar do sistema legal codificado francês, pouco amigável para investidores. Nessa época, apesar do elevado nível de desenvolvimento económico americano, a maioria dos países da Europa Continental, com sistemas legais co-

Sendo Portugal um país de direito codificado, será o destino inexorável do mercado de capitais português um triste fado?

dicados, apresentavam sistemas financeiros mais desenvolvidos do que o americano, como magistralmente descrito no artigo de 2003 do indiano Raghuram Rajan, director do gabinete de estudos do Fundo Monetário Internacional, e do italiano Luigi Zingales no *Journal of Financial Economics* ("The Great Reversals: the politics of financial development in the twentieth century").

Se os mercados financeiros sítos em países com sistemas legais pouco protectivos dos investidores foram, no início do século passado, mais desenvolvidos do que os seus congéneres alojados em países com sistemas legais amigos dos investidores, que força, capaz de se opor a algo tão consensual como o desen-

volvimento dos mercados financeiros, alterou esta situação? Para Rajan e Zingales, o fecho das fronteiras ao comércio livre e aos fluxos de capitais. Num enquadramento em que os fluxos transfronteiriços, quer de bens quer de capitais, sejam diminutos, os operadores incumbentes sofrem menos concorrência, e, por essa via, beneficiam do subdesenvolvimento dos mercados financeiros. Esta argumentação cruza bem com a realidade das economias europeias continentais entre os anos 30 e 1970, ano do fim do acordo de Bretton-Woods, com alguma abertura ao comércio internacional mas modestos fluxos transfronteiriços de capitais.

Curiosamente, as empresas incumbentes nessas economias passaram razoavelmente bem sem um mercado de capitais desenvolvido. Estando estabelecidas, eram tendencialmente lucrativas, e podiam autofinanciar-se. Persistindo barreiras aos fluxos de bens e capitais, esta é uma vantagem importante perante empresas porventura mais capazes, mas menores e mais recentes, e, portanto, menos capazes de se autofinanciarem. Um mercado de capitais dinâmico teria eliminado esta desvantagem, com benefícios para a sociedade, mas em detrimento dos operadores incumbentes. Um mercado de capitais atrofiado elimina à partida os projectos novos menos sólidos, que não conseguem angariar capitais, e, perversamente, tende a criar poucas alternativas aos projectos que, apesar de tudo, vingam, que não a perspectiva de aquisição pelos incumbentes. A prazo, os instalados ganham, a sociedade perde.

Não é, portanto, o sistema legal codificado que herdámos que condena o mercado de capitais português a um triste fado. A culpa, tal como o pecado, mora ao lado. Deriva, em primeiro lugar, da ausência de crescimento económico, que se traduz em reduzida procura de fundos para investimento. Em segundo lugar, deve-se à falta de vontade política de promover acesso fácil a capital, um ingrediente essencial à destruição creativa Schumpeteriana, com fluxos intensos de capital para novas empresas cativantes, frequentemente à custa da saída de capital de projectos antigos e amorfos. A chave para a promoção do acesso a capital são, salvo melhor opinião, a liberalização financeira e a redução da intervenção pública nos mercados financeiros. A política francesa nos anos 80, sob a égide de políticos socialistas como Mauroy e Delors, insuspeitos de ardores capitalistas extremos, é um bom exemplo. Assim os incumbentes permitam um fado menos lugubre.