

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC/SP**

Luiz Eduardo Costa e Silva

**O mercado de ações no Brasil: determinantes da expansão
recente**

Mestrado em Economia

**PUC - SP
2007**

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC/SP**

Luiz Eduardo Costa e Silva

**O mercado de ações no Brasil: determinantes da expansão
recente**

Mestrado em Economia

**Dissertação apresentada à Banca Examinadora
como exigência parcial para a obtenção do título
de Mestre em Economia Política pela Pontifícia
Universidade Católica de São Paulo, sob a
orientação do Prof. Doutor Carlos Eduardo
Ferreira de Carvalho.**

**PUC - SP
2007**

Banca Examinadora

AGRADECIMENTOS

Aos professores e colegas com quem tive a honra de conviver ao longo dos últimos anos, em especial ao professor Carlos Eduardo Carvalho, pelas inestimáveis horas de discussão e orientação, a Cláudio Jacob e João Machado, pelas críticas imprescindíveis, e a Carlos Kawall Leal Ferreira.

Ao Julio César, Sergio Cerqueira e a todos que, direta ou indiretamente, colaboraram para a conclusão e aprimoramento deste trabalho.

A Sonia, pela paciência e atenção.

Aos meus pais, a Lilian e aos meus filhos, pelo apoio incondicional.

RESUMO

A dissertação analisa a vigorosa expansão do mercado de ações no Brasil nos últimos anos. O expressivo incremento da liquidez e a forte valorização dos papéis negociados foram acompanhados pela retomada dos processos de abertura de capital das empresas e a obtenção de recursos para investimento em ofertas públicas primárias, com aumento significativo da participação dos investidores estrangeiros e institucionais nos negócios realizados na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa. A relevância deste processo está ligada às relações entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, em especial a ampliação das fontes de financiamento privadas para o investimento das empresas, caracterizadas como insuficientes no desenvolvimento financeiro do Brasil. Além de caracterizar o processo em andamento, o trabalho aponta seus principais determinantes: pelo lado dos fatores macroeconômicos, a forte entrada de recursos externos, a melhoria da posição cambial do país, o controle do processo inflacionário e a redução das taxas de juros; pelo lado dos fatores institucionais, o aperfeiçoamento do marco regulatório do mercado de ações, refletido na reforma das leis que regem o mercado de capitais e na atuação da Comissão de Valores Mobiliários, e na aceitação dos conceitos de governança corporativa dos segmentos especiais de listagem da Bovespa como padrões a serem seguidos pelos emissores de ativos. Este conjunto de mudanças em diversos planos indica ocorrência de um ponto de inflexão a partir do qual o mercado de ações passou a ocupar posição de destaque no financiamento dos investimentos e, por extensão, no desenvolvimento econômico do Brasil. A consolidação deste processo depende da preservação dos avanços obtidos, do aperfeiçoamento contínuo das instituições do sistema financeiro e da correção de deficiências identificadas.

PALAVRAS-CHAVE: Sistema Financeiro; Mercado de Ações; Bolsa de Valores; Oferta Pública.

ABSTRACT

This paper analyzes the vigorous expansion of the stock market in Brazil in recent years. Along with a substantial increase in liquidity and the strong rise in value of shares traded, there has been a renewed trend for companies to go public and obtain funding for investment through IPOs, with a significant increase in foreign and institutional investors' shares of the trades made on the São Paulo Stock Exchange (Bovespa). The relevance of this process poses the relations between financial development and economic growth, especially the growth in private sources of financing for corporate investment, which has characteristically been insufficient in Brazil's history of financial development. In addition to characterizing the process now underway, the paper points to its main determinants: in terms of macroeconomic factors, the strong inflow of funds improved Brazil's foreign currency reserves, control of inflation and lower interest rates; in terms of institutional factors, the improved stock market regulatory framework was reflected in the reform of laws governing the capital market and the work of the Brazilian Securities and Exchange Commission, with acceptance of corporate governance concepts for special listing segments on Bovespa as standards to be followed by issuers. This set of changes on several levels shows that there has been a turning point after which the stock market has started to play a key role in financing investment, and therefore in the economic development of Brazil. The consolidation of this process depends on preserving the advances obtained, continuously improving financial system institutions, and correcting any deficiencies identified.

KEYWORDS: financial system; stock market; stock exchange; public offering.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS	03
LISTA DE GRÁFICOS	03
LISTA DE QUADROS	04
LISTA DE SIGLAS	05
INTRODUÇÃO	06
1. CAPÍTULO I : ALGUMAS REFERÊNCIAS TEÓRICAS	08
1.1 DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO	08
1.2 A ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES COMO OBSTÁCULO AO DESENVOLVIMENTO DOS MERCADOS	12
1.3 A RELEVÂNCIA DAS PECULIARIDADES NACIONAIS E HISTÓRICAS EM CADA MERCADO	15
2. CAPÍTULO II	
ENTRAVES AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL: OS ESTUDOS DA BOVESPA, DAS ENTIDADES DO MERCADO E DO TRABALHO CONJUNTO ANBID/ IEPE-CDG .	20
2.1 ESTUDOS DA BOVESPA PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL	20
2.1.1 ESTUDO 1 – DESAFIOS E OPORTUNIDADES PARA O MERCADO DE CAPITAIS	21
2.1.2 ESTUDO 2 – O MERCADO DE CAPITAIS: SUA IMPORTÂNCIA PARA O DESENVOLVIMENTO E OS ENTRAVERES COM QUE SE DEFRONTA NO BRASIL	29
2.2 PLANO DIRETOR DO MERCADO DE CAPITAIS – A VISÃO DAS ENTIDADES DO MERCADO	33

2.3 O TRABALHO CONJUNTO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO - ANBID E DO INSTITUTO DE ESTUDOS DE POLÍTICA ECONÔMICA - IEPE/CDG.....	41
--	-----------

3. CAPÍTULO III

DETERMINANTES DAS MUDANÇAS NO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL NOS ÚLTIMOS ANOS.....	47
---	-----------

3.1 O DESEMPENHO DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL NOS ÚLTIMOS ANOS.....	47
---	-----------

3.1.1 O COMPORTAMENTO DOS ÍNDICES DE MERCADO	48
---	-----------

3.1.2 O INCREMENTO DA LIQUIDEZ NO MERCADO DE AÇÕES	50
---	-----------

3.2 O CENÁRIO MACROECONÔMICO	53
---	-----------

3.3 MUDANÇAS INSTITUCIONAIS NO MERCADO	59
---	-----------

3.3.1 OS SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM	59
---	-----------

3.3.2 A CONSOLIDAÇÃO DAS BOLSAS EM UM ÚNICO CENTRO DE NEGOCIAÇÃO.....	65
--	-----------

3.4 APRIMORAMENTO DO MARCO REGULATÓRIO	66
---	-----------

3.5 MUDANÇAS NA DEMANDA POR AÇÕES	72
--	-----------

3.6 AMPLIAÇÃO DA OFERTA: MUDANÇAS NA ATITUDE DAS EMPRESAS	79
--	-----------

CONCLUSÃO	85
------------------------	-----------

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	86
--	-----------

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – ÍNDICE BOVESPA – PONTOS DO ÍNDICE - FECHAMENTO – 2000 A 2007	49
TABELA 2 – PARTICIPAÇÃO DO VALOR DAS EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA NO PRODUTO INTERNO BRUTO	51
TABELA 3 – QUANTIDADE DE NEGÓCIOS REALIZADOS E VOLUME FINANCEIRO MOVIMENTADO NA BOVESPA.....	52
TABELA 4 – BALANÇA DE PAGAMENTOS - TRANSAÇÕES CORRENTES - SALDO ANUAL - US\$ MILHÕES	54
TABELA 5 – PRODUTO INTERNO BRUTO – VARIAÇÃO REAL ANUAL	55
TABELA 6 – BALANÇA COMERCIAL – IMPORTAÇÕES E EXPORTAÇÕES – FOB (US\$/MILHÕES)	55
TABELA 7 – DÍVIDA TOTAL LÍQUIDA / EXPORTAÇÕES – RAZÃO – TRIMESTRAL – 4º TRIMESTRE DE CADA ANO.....	56
TABELA 8 – INFLAÇÃO - VARIAÇÃO ANUAL.....	57
TABELA 9 – CONTAS ATIVAS DE PESSOAS FÍSICAS NA CBLC.....	73
TABELA 10 – CLUBES DE INVESTIMENTO REGISTRADOS NA BOVESPA	77
TABELA 11 – INVESTIDOR NÃO RESIDENTE – VALOR DA CARTEIRA – EM US\$ / BILHÕES	78
TABELA 12 – INVESTIDOR NÃO RESIDENTE – FLUXOS DE RECURSOS MOVIMENTADOS NA BOVESPA – EM US\$ / MILHÕES.....	79

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO EM RELAÇÃO AO PIB - % – JULHO DE 1994 A JUNHO DE 2007	58
---	-----------

GRÁFICO 2 – SPREAD MÉDIO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO COM RECURSOS LIVRES

REFERENCIAIS PARA TAXA DE JUROS (PRÉ-FIXADO) - TOTAL GERAL - PONTOS PERCENTUAIS –
JULHO DE 1994 A JUNHO DE 2007 58

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – ABERTURAS DE CAPITAL NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2007 – SEGMENTO DE LISTAGEM, NATUREZA DA OFERTA, VOLUME FINANCEIRO MOVIMENTADO E VARIAÇÃO DO PREÇO DA AÇÃO NO PRIMEIRO DIA DE NEGOCIAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DA OFERTA PÚBLICA.	28
QUADRO 2 – SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM DA BOVESPA - CARACTERÍSTICAS PRINCIPAIS .	60
QUADRO 3 – ABERTURAS DE CAPITAL EM 2004 – SEGMENTO DE LISTAGEM, NATUREZA DA OFERTA E VOLUME FINANCEIRO MOVIMENTADO	80
QUADRO 4 – ABERTURAS DE CAPITAL EM 2005 – SEGMENTO DE LISTAGEM, NATUREZA DA OFERTA E VOLUME FINANCEIRO MOVIMENTADO	81
QUADRO 5 – ABERTURAS DE CAPITAL EM 2006 – SEGMENTO DE LISTAGEM, NATUREZA DA OFERTA E VOLUME FINANCEIRO MOVIMENTADO	83
QUADRO 6 – ABERTURAS DE CAPITAL NO PRIMEIRO SEMESTRE 2007 – SEGMENTO DE LISTAGEM, NATUREZA DA OFERTA E VOLUME FINANCEIRO MOVIMENTADO	84

LISTA DE SIGLAS

ADR - American Depositary Receipt (Recibo de Depósito)

ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CBLC – Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia

CMN – Conselho Monetário Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FMI – Fundo Monetário Internacional

IEPE/CdG – Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças

IPO - Initial Public Offering (Oferta Pública Inicial)

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

PIB – Produto Interno Bruto

SPC – Secretaria de Previdência Complementar

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

WFE – World Federation of Exchanges (Federação Mundial de Bolsas)

INTRODUÇÃO

O vigoroso crescimento do mercado de ações no Brasil nos últimos anos é um processo de grande relevância para o desenvolvimento econômico do país, tendo em conta as tradicionais limitações da oferta de recursos privados para o financiamento do investimento das empresas. A análise dos determinantes deste crescimento contribui para a compreensão de sua sustentabilidade, além de esclarecer o papel desempenhado pelos diferentes fatores explicativos para este movimento.

É consenso que o Brasil passou por importantes transformações desde a estabilização da inflação a partir da segunda metade da década de 90, sendo objeto de inúmeros estudos e discussões as alternativas existentes e os rumos que devem ser seguidos na condução de políticas contra nossas deficiências estruturais, em especial quanto ao financiamento do investimento e ao desenvolvimento econômico em bases sustentáveis. Discute-se, também, a importância do aprimoramento contínuo do circuito financeiro entre os agentes econômicos, uma vez constatada a impossibilidade do financiamento dos investimentos vir a ocorrer nos moldes em que se deu ao longo das últimas décadas.

O mercado de ações destaca-se neste contexto, já que nos últimos anos registrou uma sucessão de recordes relativos a ofertas de ações, primárias e secundárias, com destaque para a participação de investidores individuais e estrangeiros, além do registro de importantes adesões aos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa, criados para abrigar as empresas que se comprometem com práticas de governança adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira, em benefício direto dos investidores e do mercado de maneira geral.

Registrou-se, também, uma percepção de estabilidade na condução da economia, não usual para os padrões nacionais, especialmente frente às fortes turbulências políticas e

institucionais, e também a contribuição decisiva dos agentes econômicos para modernização e desenvolvimento do mercado de ações.

Considerando este cenário, o objetivo desta dissertação é analisar a evolução do mercado de ações no Brasil a partir de 2003, verificando se pode ser considerado como um ponto de inflexão neste segmento do mercado de capitais.

No capítulo I, apresentam-se referências teóricas para situar a relevância do processo em curso. O capítulo II trata dos entraves ao desenvolvimento do mercado de ações no Brasil, tais como foram apresentados em estudos promovidos pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa e por entidades do mercado de capitais, além do trabalho conjunto da Associação Nacional dos Bancos de Investimento - ANBID e do Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças - IEPE/CdG. O objetivo é situar as restrições apontadas antes do processo recente, de modo a realçar o debate sobre as causas do movimento atual. No capítulo III, por fim, encontram-se os resultados da pesquisa sobre a natureza do crescimento e seus determinantes. Uma curta sessão final apresenta um resumo das conclusões possíveis diante do processo em curso.

1. CAPÍTULO I

ALGUMAS REFERÊNCIAS TEÓRICAS

A relevância do crescimento recente do mercado de ações no Brasil e a discussão sobre seus determinantes podem ser analisadas com base nas controvérsias teóricas a respeito do desenvolvimento financeiro nas últimas décadas. Merecem destaque (i) os debates sobre as relações entre desenvolvimento das instituições e o aprofundamento financeiro requerido pelo desenvolvimento econômico, (ii) o papel dos mercados organizados na redução da assimetria de informações e (iii) a relevância das peculiaridades nacionais e históricas em cada mercado.

1.1 DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

A importância do sistema financeiro no processo de financiamento do investimento e o impacto de sua estrutura no desenvolvimento econômico no Brasil fazem parte do debate atual em razão da complexidade que atingimos não apenas em termos locais, mas, principalmente, pelo contexto de economias intrinsecamente conectadas pela globalização econômica e financeira.

Esta, entretanto, não era a avaliação que prevalecia. Na visão neoclássica, a importância das relações financeiras resumia-se a servir poupadores e investidores com as estruturas necessárias à realização dos negócios, cujo volume intermediado dependia apenas da disposição de seus próprios protagonistas, e na qual a distribuição de informação era a única variável que realmente importava, constituindo-se na mais importante do processo de intermediação de poupança.

De acordo com Sobreira (2000), assentada sobre a hipótese da poupança que precede o investimento em um ambiente de mercados perfeitos, aqueles em que as informações encontram-se à disposição de todos os participantes no momento em que forem necessárias para a tomada de decisões, tornava-se dispensável a própria intermediação financeira.

Carvalho et al (2000) destaca que esta visão, na qual o sistema financeiro atua passivamente como um ponto de encontro entre os empresários e os detentores de poupança com suas preferências específicas quanto ao tempo e ao volume de recursos contratado, foi a que prevaleceu por um longo período, inclusive após o advento da Teoria Geral de Keynes, na qual o processo de intermediação financeira foi tratado de maneira secundária, retornando ao debate apenas após um trabalho dos economistas neoclássicos John G. Gurley e Edward S. Shaw (1955).

Neste trabalho, a economia estava mais próxima do conceito moderno, com agentes que possuíam diferentes perfis de gastos (famílias e empresas) e divididos em categorias (deficitários e superavitários), conforme o resultado da comparação entre suas despesas e receitas, criando oferta e demanda por ativos financeiros com variados vencimentos, desde depósitos à vista até ações, negociados em mercados primários e secundários.

De acordo com Gurley e Shaw, problemas no desenvolvimento desta intermediação financeira impactariam significativamente o próprio desenvolvimento econômico por não permitir a perfeita alocação de poupança de acordo com as preferências e necessidades dos participantes.

A contribuição destes economistas deu início a diversos debates e investigações sobre a relevância e os principais problemas dos sistemas financeiros no contexto das economias, desde a contestação do trabalho de ambos pelo que ficou conhecido como o Teorema de Modigliani e Miller (1958), para os quais, sob determinadas condições, a forma pela qual as empresas são financiadas não afeta sua avaliação pelos investidores, passando pelo trabalho

de Raymond W. Goldsmith (1969), cujas avaliações e indicadores concluíram por uma forte correlação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, pelos trabalhos de Shaw-Mckinnon de 1973 que, conforme Studart (2003), propunham a solução pela via de instrumentos privados de todos os problemas do financiamento do investimento de longo prazo a partir da tese de liberalização financeira, até a avaliação de Stiglitz e Weiss (1981) sobre o racionamento de crédito em mercados com informação imperfeita.

Demirgüç-Kunt e Levine (2004) destacam que Goldsmith tinha três objetivos: documentar como a estrutura financeira, composta pelos instrumentos, mercados e instituições intermediárias, se transforma conforme a economia cresce; verificar o impacto do desenvolvimento financeiro no crescimento econômico; e avaliar se a estrutura financeira influencia o crescimento econômico.

Segundo eles, Goldsmith alcançou bons resultados na documentação da evolução dos sistemas financeiros, demonstrando que os bancos, conforme o país se desenvolve, tendem a se tornar maiores, assim como os demais intermediários e o mercado de ações. Em relação à influência exercida pelo desenvolvimento financeiro no crescimento econômico, não foi possível concluir pela relação causal. Entretanto, foi possível documentar uma correlação positiva entre as variáveis em trinta e cinco países, utilizando dados anteriores a 1964.

Demirgüç-Kunt e Levine destacam que diversos pesquisadores tiveram progressos substanciais ao dar continuidade aos trabalhos de pesquisa de Goldsmith no campo da relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, todos concluindo pelo impacto positivo que o primeiro exerce sobre o segundo.

Quanto à relação entre estrutura financeira e desenvolvimento econômico, devido a limitações de dados, não foi possível a Goldsmith estabelecer muitas evidências, focando suas avaliações entre as experiências alemã e britânica.

Araújo (2005), ao avaliar os papéis do Estado e dos mercados financeiros em países em desenvolvimento, e a influência destes no crescimento econômico, observa que os trabalhos de Shaw-Mckinnon de 1973 tinham como objetivo analisar as políticas que, segundo eles, levavam a uma repressão financeira naquelas economias, com impactos negativos no processo de alocação da poupança.

Como exemplos de tais políticas de repressão, adotados pela maioria dos países em desenvolvimento após a segunda guerra mundial, estavam o controle das taxas de juros e os programas de crédito direcionados para setores selecionados pelos governos, os quais seriam responsáveis diretos pela redução da quantidade e da qualidade dos investimentos.

Nitsch e Santos (2001) destacam que na tese de repressão financeira o controle pelo governo das taxas de juros, mantidas artificialmente abaixo de seu nível de equilíbrio, tinha como efeito afastar os poupadores e os investidores dos ativos de longo prazo. Desta forma, os ativos reais, os ativos de curtíssimo prazo e os ativos denominados em moeda estrangeira eram privilegiados e a demanda por crédito não era atendida, ou seja, a intermediação era desestimulada. Destacam ainda que os trabalhos de Shaw e McKinnon tiveram grande impacto no meio acadêmico e influenciaram agências multilaterais de crédito, como o Fundo Monetário Internacional.

A aplicação prática das recomendações de liberalização, contudo, alcançou resultados problemáticos, como a gravíssima crise do setor financeiro chileno de 1982. De acordo com Studart (2003, p. 6):

“...na visão de Shaw e McKinnon, a intervenção do Estado no mercado de capitais não é justificada pelas falhas de intermediação geradas pela incompletude de mercados: ela é a própria razão porque os mercados continuam incompletos! Logo, a partir de Shaw-McKinnon, a teoria do desenvolvimento econômico passa a tratar as questões apontadas por Gurley e Shaw nos anos 50 - i.e. os problemas de subdesenvolvimento financeiro e suas conseqüências negativas para o desenvolvimento, e o papel do Estado em mitigar tais efeitos negativo -, como questões secundárias, de solução relativamente fácil: liberalização financeira.”¹

¹ Studart (2003), pág.6. O autor ainda destaca que uma bibliografia de textos descritivos do fracasso de tentativas de liberalização financeira como meio de aumentar fontes de financiamento do desenvolvimento encontra-se em

Por sua vez, Araújo (2005) lembra que, na avaliação de Shaw e McKinnon, encontrava-se subjacente a teoria convencional, em que qualquer interferência no funcionamento espontâneo dos mercados, como seria o caso das políticas governamentais de crédito dirigido e de controle das taxas de juros, resultaria em um mau funcionamento dos processos alocativos de recursos nessas economias.

A experiência de muitos países nas últimas décadas comprovou que a liberalização dos mercados, por si mesma, pode conduzir a graves crises financeiras, constatação que reforçou os enfoques que destacam a necessidade de mercados organizados e regulados para assegurar que o desenvolvimento das relações financeiras não conduza a situações potencialmente desestabilizadoras e capazes de anular os benefícios.

1.2 A ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES COMO OBSTÁCULO AO DESENVOLVIMENTO DOS MERCADOS

O debate sobre o desenvolvimento dos mercados financeiros ampliou-se bastante com o enfoque da assimetria de informações, segundo o qual o pressuposto neoclássico de mercados perfeitos não se observa em razão da particularidade das transações financeiras, que envolvem promessas de pagamentos futuros contra entrega de recursos no presente.

No trabalho de Stiglitz e Weiss sobre as assimetrias de informações, conforme Carvalho et al (2000), o objetivo era o de analisar porque o mercado de crédito não se apresentava de forma competitiva como em outros mercados em que o preço (taxa de juros, neste caso) ajustava-se aos movimentos de oferta e demanda.

seu trabalho de 1999, “*Financiamento do Desenvolvimento: Duas Visões Alternativas*”, sendo o mais importante o de Diaz-Alejandro, de 1985, “*Good-bye financial repression, hello financial crash*”.

A conclusão, com impactos significativos sobre as análises dos sistemas financeiros como um todo, foi pela existência dessas assimetrias, ou seja, os participantes do mercado enfrentam situações em que não possuem todas as informações necessárias em relação à contraparte da operação para a tomada da melhor decisão. Neste caso, os emprestadores não têm condições de avaliar adequadamente o grau de risco de um projeto e podem tender a adotar posições defensivas e restringir a oferta de crédito e financiamento.

Esta deficiência do sistema de crédito seria, assim, responsável por problemas na condução das operações a partir de uma seleção adversa, falha associada ao momento anterior à concessão de empréstimo, e pelo risco moral, associada ao momento posterior à concessão.

Na seleção adversa os emprestadores não conseguem distinguir os bons pagadores dos maus pagadores, não sendo possível também a correta avaliação sobre a qualidade dos projetos apresentados, optando pela elevação das taxas de juros acima daquela considerada de equilíbrio ou pelo racionamento do crédito. No caso do risco moral, os tomadores de empréstimos, diante de taxas de juros mais elevadas, optam por utilizar os recursos em projetos mais arriscados do que aqueles apresentados no momento da contratação.

De acordo com Canuto e Ferreira (1999), Stiglitz considera a assimetria de informações uma das responsáveis pelas flutuações nas decisões de investimentos das empresas e na oferta de fundos para estes investimentos, ao impactar negativamente a diversificação e transferência de riscos na economia.

Neste caso, observada a alteração na percepção de risco em decorrência de choques, e considerada a aversão ao risco por empresários e bancos, o primeiro grupo revisa suas projeções de investimentos e o segundo raciona crédito, sendo tal comportamento a base para explicações sobre os motivos que transformam pequenos choques em grandes flutuações econômicas. Em resposta aos que defendem que os emprestadores deveriam contornar os limites dos problemas informacionais com acréscimos na solicitação de garantias, Stiglitz e

Weiss destacam que existe um ponto a partir do qual tais demandas influenciam negativamente os retornos dos empréstimos e, nos casos do cumprimento de cláusulas de garantia mais incisivas, exigem uma eficiente infra-estrutura jurídica nem sempre existente.

Em relação à alternativa de captação de recursos via mercado de ações para aquelas empresas que enfrentaram uma situação de racionamento de crédito, Aldrighi (2006) destaca o trabalho de 1984 destes mesmos autores, em conjunto com Bruce C. Greenwald, no qual a assimetria de informações também está presente no âmbito do mercado de ações. Neste caso, limitando sua utilização em razão de uma possível adoção de procedimentos distintos aos de interesse da empresa por seus diretores, interessados em benefício próprio e não na geração de lucros para os acionistas, ou de uma avaliação dos investidores sobre a qualidade da companhia emissora das ações, deprimindo seus preços e inviabilizando a captação de recursos no mercado.

Canuto e Ferreira (1999), na avaliação da obra de Stiglitz sobre estruturas financeiras e flutuações econômicas, acrescentam ainda que as imperfeições do mercado de ações relacionadas à seleção adversa e ao risco moral são responsáveis pela dependência do financiamento bancário e dos lucros retidos que as empresas enfrentam na obtenção de recursos, tornando-as mais sensíveis às flutuações do lucro decorrente de suas atividades.

Aldrighi ainda afirma em suas conclusões, referindo-se a Stiglitz:

“...sustenta que o governo pode contribuir para reduzir as restrições ao financiamento da produção e dos investimentos criando, usando, aperfeiçoando e aprofundando os mercados; incentivando o surgimento de instituições extra-mercado que atenuem os efeitos das falhas de mercado; regulamentando o setor financeiro, assegurando que seus participantes tenham os incentivos adequados, usem a informação de modo eficiente e tomem decisões prudentes; fortalecendo as estruturas legais que garantam a observância dos contratos; e lidando com certas externalidades de informação por meio de subsídios ou impostos.”²

² Aldrighi (2006), pág. 16.

Na opinião de Studart (2003), no que chamou de incompletude dos mercados e seus impactos no financiamento do investimento, os modelos baseados nas avaliações de Stiglitz se distinguem daquele elaborado por Gurley e Shaw por reduzir as deficiências do sistema financeiro a um fenômeno microeconômico associado a falhas informacionais expostas anteriormente, independente do tamanho e de como está organizado o sistema financeiro.

Em relação à organização deste sistema em economias em crescimento, quando baseado em bancos que assumem a responsabilidade maior pela disponibilização de recursos para o investimento das unidades produtivas e sem a existência de mercados para títulos de longo prazo, Studart destaca que não apenas a assimetria de informações limita a concessão de crédito dessas instituições, como também o fato de existirem limites para alavancagem, indisponibilidade de dados necessários à análise de crédito, especialmente para novos clientes e novos negócios, com tendência à discriminação de empresas inovadoras e pequenos e médios negócios.

1.3 A RELEVÂNCIA DAS PECULIARIDADES NACIONAIS E HISTÓRICAS EM CADA MERCADO

Na esteira das contribuições de Keynes, Studart (2003) destaca que, na estilização do modelo de financiamento do investimento baseado em sua obra, conhecida como Circuito – Financiamento – Investimento – Poupança – Funding, os sistemas financeiros desempenham um papel central: permitem que as empresas implementem suas decisões de novos negócios ou de expansão das atividades já em curso a partir do suporte inicial dos bancos, via criação de moedas e, com o incremento da poupança agregada, permitem a colocação de títulos junto aos investidores de forma a transformar suas obrigações de curto prazo em longo prazo.

Neste caso, quanto menos desenvolvido forem os mercados e suas instituições, mais vulnerável e menos eficiente será o processo de financiamento do investimento, já que o papel

do funding, ou o de títulos de longo prazo que contam com um mercado primário ativo e um mercado secundário líquido, é justamente permitir que as expectativas dos empresários e dos investidores sejam plenamente atendidas em suas relações financeiras.

O desenvolvimento e o aprofundamento destas relações financeiras entre os agentes econômicos, de acordo com Carvalho et al (2000), resultaram da necessidade das economias capitalistas modernas de viabilizar o investimento, desde sua expressão mais simples (operações de crédito), até as mais sofisticadas, nas quais os investidores tornam-se sócios dos empreendimentos (ações), permitindo uma alocação mais eficiente dos recursos na economia.

Estas relações permitem que os agentes superavitários e deficitários possam optar por investir ou obter recursos via ativos negociados em mercados regulados por regras estabelecidas pelo Estado e pelos próprios participantes, sendo distinguidos pelo tipo de transação, pelo destino dos recursos obtidos, pela possibilidade de participação dos agentes, e pelo tipo de instituição que deles participam.

Assim, quanto ao tipo de transação, temos o mercado de crédito (de curto e de longo prazo), no qual as características das transações são definidas pelas duas partes envolvidas, e o mercado de títulos, cujos ativos seguem regras genéricas e, quando podem ser negociados, permitem ao possuidor usufruir da sua liquidez, como é o caso das ações e das debêntures.

Quanto ao destino dos recursos obtidos, mercados primários opõem-se aos mercados secundários em razão do primeiro se constituir no ambiente onde as empresas realizam as colocações iniciais dos títulos para suportar o financiamento de seus investimentos e o segundo permitir a troca de propriedade dos títulos anteriormente adquiridos, resultando em uma liquidez que impacta positiva e diretamente o preço que comprador cobra do emissor em face da tranquilidade de poder retirar seus recursos quando julgar conveniente.

Os mercados ainda podem ser públicos, quando o acesso é possível a qualquer participante e os negócios são realizados pelo melhor preço ofertado por compradores e

vendedores para um mesmo ativo, tal qual nas bolsas de valores ou de mercadorias, ou privados, quando as transações são restritas às partes, realizadas no que se convencionou chamar de mercado de balcão.

Finalmente, quanto à forma de atuação das instituições, temos a intermediação e a desintermediação financeira. Na relação em que ocorre a intermediação financeira, a instituição assume obrigações frente ao empréstador em face dos recursos que são entregues ao tomador, como no caso clássico das operações realizadas pelos bancos comerciais nos mercados de crédito. Diferente, portanto, das operações realizadas, por exemplo, nos mercados primário e secundário de ações, no qual a instituição atua apenas como veículo entre o emissor e o comprador e entre o comprador e o vendedor.

Carvalho et al (2000) destaca que a eficiência das instituições e mercados que compõem um sistema financeiro no atendimento das necessidades dos agentes econômicos depende de como foi organizado em cada economia. Apesar da diversidade histórica a que estiveram submetidos os diversos países, especialmente os desenvolvidos, são destacados dois modelos institucionais de sistemas financeiros, cuja distinção se dá a partir do entendimento da relação que prevalece entre tomadores e emprestadores, seja ela baseada em crédito, como no modelo alemão, seja baseada em mercado de capitais, no qual seu principal representante é o Estados Unidos.

Studart (2003) lembra que esta institucionalidade dos sistemas financeiros não é resultado do acaso e sim das decisões que foram sendo tomadas ao longo do tempo pelos participantes e pelos próprios governos. Aponta, ainda, para a importância da escala na oferta e na demanda para títulos de longo prazo para manutenção de um mercado de capitais, envolvendo emissores, compradores e recursos movimentados, como no caso americano, que nasceu dos grandes projetos ferroviários e foi sustentado por um país com boa distribuição de renda e uma economia em crescimento.

O mercado alemão, por sua vez, é tido como exemplo de institucionalidade do sistema financeiro baseado em crédito, como decorrência das escolhas governamentais por um modelo adequado aos ideais de crescimento econômico e de reconstrução após as guerras. Neste modelo emerge a concentração no banco universal, autorizado a operar em todos os segmentos do mercado, cuja função é atender os emissores e os investidores ao longo de todo o processo de financiamento do investimento e da alocação de recursos em ativos de maturidades distintas.

Independente do modelo, Studart (2003) lembra que é a inexistência de mecanismos adequados de funding a responsável pelas dificuldades no processo de financiamento do investimento e, por seu turno, do próprio crescimento econômico, exigindo, entre outros fatores, um bom ambiente regulatório e investidores institucionais atuantes e de relevância, responsáveis pela demanda de títulos de longo prazo.

Carvalho et al (2000) aponta, ainda, o fato de que se percebe cada vez mais o crescimento de importância do mercado de capitais entre as economias mais desenvolvidas, mesmo aquelas tidas como exemplo de mercado de crédito.

No Brasil, segundo ele, reconhecido por possuir um sistema financeiro dinâmico, altamente eficiente e ágil, predominam poucos bancos com a característica de banco universal e um mercado de capitais ativo e desenvolvido, inclusive com a utilização de derivativos, situação que coloca o país a uma posição de destaque entre as economias emergentes.

O modelo atual partiu de um desenho de segmentação de instituições estabelecido pelas reformas do sistema financeiro implementadas a partir de 1964 baseadas no modelo americano, no qual as instituições desempenhavam papéis específicos: bancos comerciais nas operações de crédito, bancos de investimento no financiamento do investimento via mercado de capitais, instituições de poupança no financiamento habitacional, companhias de crédito no

financiamento do consumo e as corretoras e distribuidoras de valores mobiliários no apoio ao desenvolvimento das bolsas de valores.

Tanto a segmentação pretendida inicialmente pela reforma quanto o desempenho das funções de cada grupo de instituições financeiras acabaram por não lograr o êxito pretendido, especialmente pelo fato das décadas seguintes terem sido marcadas pela conglomeração das instituições financeiras e por um processo inflacionário crônico.

Em decorrência deste último e dos desequilíbrios a ele associados, o Estado passou a ocupar o posto de maior tomador de recursos, e as instituições passaram a se ocupar predominantemente do seu financiamento, via aquisição de títulos públicos com elevadas remunerações e com alta liquidez.

Esta situação persistiu inclusive no período posterior à estabilização que foi alcançada pelo Plano Real, em condições extremamente negativas para a estrutura da economia brasileira como um todo e, particularmente, para o mercado de ações.

2. CAPÍTULO II

ENTRAVES AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL: OS ESTUDOS DA BOVESPA, DAS ENTIDADES DO MERCADO E DO TRABALHO CONJUNTO ANBID/ IEPE-CDG

A história do mercado de ações no Brasil acompanhou a conturbada trajetória da economia brasileira nas últimas décadas e, em um contexto mais amplo, inserido no mercado de capitais nacional e encontra-se atualmente no centro de um debate sobre seus papel e seu potencial no crescimento econômico em bases sustentáveis, especialmente no financiamento do investimento produtivo.

Neste capítulo são apresentados os resultados de estudos da Bovespa (item 2.1), das atividades coordenadas pelas entidades do mercado de capitais (item 2.2) e do trabalho conjunto da Associação Nacional dos Bancos de Investimento - ANBID e do Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças - IEPE/CdG (item 2.3), todos com o objetivo de traçar um panorama sobre os entraves e os desafios do mercado de ações no Brasil.

2.1 ESTUDOS DA BOVESPA PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL

Um diagnóstico das causas que resultaram na atrofia do mercado de capitais no Brasil, parte integrante de estudos promovidos pela Bovespa e voltados para o desenvolvimento do mercado de capitais, passou obrigatoriamente pela constatação de que este nunca cumpriu um dos seus principais papéis: prover recursos para os investimentos das empresas. Isto apesar de ter sido desenhado primordialmente para tal função no âmbito das reformas do sistema financeiro nacional a partir de 1964.

2.1.1 ESTUDO 1 – DESAFIOS E OPORTUNIDADES PARA O MERCADO DE CAPITALIS³

De acordo com este estudo, realizado em 2000, o fechamento da economia, o crédito subsidiado, o *disclosure* exigido para as companhias abertas, a estrutura familiar das empresas nacionais e uma Lei das Sociedades Anônimas que privilegiava o controlador em detrimento do acionista minoritário constituíram-se em barreiras significativas ao seu desenvolvimento.

Como a economia era excessivamente fechada, os poucos investimentos realizados eram financiados por recursos próprios e por linhas de crédito subsidiado do governo, estas últimas também disponíveis para os momentos em que volumes maiores eram exigidos pelas políticas de desenvolvimento implementadas ao longo do período, dirigidas a setores específicos.

Associado a esta margem de manobra na obtenção de fundos para investimentos, a abertura de capital significava perder graus de liberdade garantidos às empresas fechadas, especialmente quanto aos procedimentos utilizados na condução das questões tributárias e de administração de recursos, com exigência de maior transparência, inclusive com a publicação de balanços.

Neste cenário, o estudo destaca que a crise dos anos 1980, resultado da duplicação dos preços do petróleo e da elevação das taxas de juros internacionais, colaborou ainda mais para a atrofia do mercado, já que reduziu ainda mais a necessidade de recursos para investimentos. A crise seria minorada apenas a partir do início da década de 1990, principalmente pelas alterações no quadro macroeconômico e no ambiente regulatório, que permitiram inclusive a participação ativa dos investidores estrangeiros.

Naquele período, tais investidores, em busca de diversificação de seus portfólios e de oportunidades criadas pelo processo de privatização das principais empresas públicas,

³ Bovespa (2000a)

particularmente nos setores de siderurgia, telecomunicações e energia elétrica, foram responsáveis pela entrada de recursos expressivos, mas excessivamente concentrados em poucas companhias.

A necessidade de desenvolvimento do mercado, assim, foi apontada no referido estudo em razão destas novas condições que estavam sendo estabelecidas a partir de uma realidade econômica pautada pela estabilidade e por uma maior abertura do país e, por consequência, com demandas crescentes de investimento, exigindo das empresas uma reavaliação sobre o papel do mercado de capitais como fonte de financiamento.

Nesta mesma análise, a constatação de que o lado da demanda por ativos de investimento, suportando o desenvolvimento do mercado, ocorreria em razão do controle da inflação, da queda nas taxas de juros, do desenvolvimento da previdência complementar e pelo interesse dos investidores estrangeiros por ativos nacionais, como resultado do processo de globalização.

Do lado dos desafios a serem enfrentados, apontou-se especialmente para a avaliação dos motivos que levam as empresas a não enxergarem no mercado uma alternativa viável de financiamento na elaboração de seus projetos, resultando em uma oferta insuficiente do que foi chamado de “papéis de qualidade”⁴, ou seja, de empresas boas e/ou com perspectivas de crescimento, além de chamar a atenção para o fechamento de capital de muitas empresas listadas em bolsa.

Em uma avaliação dos prós e contras que devem influenciar a decisão de abertura de capital, foram listadas, a favor:

- maior facilidade na obtenção de fundos em fontes alternativas às linhas de crédito oferecidas pelo sistema bancário (emissão de títulos);

⁴ Bovespa (2000a), pág. 10

- menor custo de capital em razão da liquidez das ações negociadas no mercado secundário, operando a favor dos acionistas que desejam uma negociação ágil e barata;
- ampliação do volume de crédito em razão da maior competição de credores com acesso às informações patrimoniais;
- diversificação de investimentos para os controladores, a partir da oferta secundária de ações;
- possibilidade de venda do controle programada, posterior à venda de uma parte inicial que se traduza em valorização do bloco de ações restante.

Do outro lado, entretanto, operando contra as decisões de abertura de capital das empresas, o estudo destaca os altos custos de manutenção a que são submetidas as companhias abertas, observando que a pesquisa disponível no trabalho de Rocca e Carvalho (1999), com uma amostra de 43 empresas, teve o item que envolve auditorias, publicações e relatórios, entre outras despesas, listado em primeiro lugar por 63% dos entrevistados, com destaque também para os custos relativos ao processo de distribuição pública de ações, conhecido como *underwriting*.

A este respeito, a Bovespa publicou em 2005 um trabalho sobre custos de abertura de capital e de manutenção da condição de companhia aberta⁵, com o objetivo de auxiliar a decisão dos seus administradores. Neste trabalho, a partir de uma simulação de abertura de capital de uma empresa de pequeno porte, com faturamento anual de até R\$200 milhões, considerando uma emissão de R\$ 100 milhões, estimou-se que as despesas com serviços legais, auditoria e comissões do lançamento alcançariam cerca de R\$ 4 milhões.

⁵ Bovespa (2005)

Na simulação dos custos anuais de manutenção da condição de companhia aberta para as empresas de pequeno porte, estimou-se que, em média, empresas desta categoria despenderiam R\$349 mil, com destaque para as contas de auditoria, área de relação com investidores e publicações. No caso de empresas de médio e grande porte, com faturamento acima de R\$200 milhões e R\$500 milhões, as despesas foram estimadas em R\$644 mil e R\$1.293 mil, respectivamente.

Nesta simulação, as anuidades que as companhias devem pagar a Bovespa correspondiam a valores médios de R\$13.500,00 para as de pequeno porte, R\$30.350,00 para as empresas médias e R\$86.500,00 para as consideradas de grande porte.

Estas anuidades são compostas por uma parte fixa, que varia entre R\$8.000,00 e R\$394.173,00, e uma parte variável, com alíquotas entre zero e 0,00473%, que incidem de acordo com a faixa do capital social, sendo limitada a um mínimo de R\$8.000,00 e um máximo de R\$850.000,00⁶.

Adicionalmente, são aplicados descontos por boa governança corporativa, para as empresas registradas nos segmentos especiais de listagem⁷, que chegam a 100% no primeiro ano e 50% no segundo ano, no caso do Novo Mercado, além de descontos especiais por investimento social, para os emissores que direcionarem no mínimo 10% de sua anuidade líquida para ações sociais listadas na Bolsa de Valores Sociais e Ambientais⁸. Nestes casos o desconto é de 3% da anuidade líquida devida a Bovespa.

O trabalho ainda apresenta uma comparação entre a média dos custos de uma companhia aberta e o total do capital empregado, representado pela soma de empréstimos e

⁶ Tabela de preços para emissores registrados, válida a partir de 1 de janeiro de 2007, disponível em www.bovespa.com.br/empresas.

⁷ Ver capítulo 3, item 3.3.1

⁸ A Bolsa de Valores Sociais e Ambientais (BVS&A), lançado pela Bovespa para apoiar projetos na área da Educação e do Meio Ambiente de ONGs brasileiras, reproduz o mesmo ambiente de uma Bolsa de Valores. Através do lançamento de ações de projetos o doador torna-se um investidor.

financiamentos, mais o patrimônio líquido, de 185 companhias listadas na Bovespa, com os seguintes resultados:

- *Geral (185 companhias de pequeno, médio e grande porte com patrimônio líquido positivo): a mediana indica que o custo de manutenção da condição de companhia aberta representa menos de 0,15% ao ano em relação ao total do capital empregado pelas companhias, isto é, em relação à somatória de empréstimos/financiamentos e patrimônio líquido.*
- *Grande Porte (126 companhias, 68% da amostra de 185 companhias): a mediana indica que o custo de manutenção da condição de companhia aberta representa menos de 0,10% ao ano em relação ao total do capital empregado pelas companhias, isto é, em relação à somatória de empréstimos/financiamentos e patrimônio líquido.*
- *Médio Porte (34 companhias, 18% da amostra de 185 companhias): a mediana indica que o custo de manutenção da condição de companhia aberta representa cerca de 0,30% ao ano em relação ao total de capital empregado pelas companhias, isto é, em relação à somatória de empréstimos/financiamentos e patrimônio líquido.*
- *Pequeno Porte (25 companhias, 14% da amostra de 185 companhias): a mediana indica que o custo de manutenção da condição de companhia aberta representa cerca de 0,50% ao ano em relação ao total de capital empregado pelas companhias, isto é, em relação à somatória de empréstimos/financiamentos e patrimônio líquido.*
- *A comparação em relação ao total do capital empregado dá a dimensão do acréscimo teórico ao custo de capital da companhia pelo fato de manter o financiamento via mercado de capitais como uma de suas alternativas de captação de recursos.*

Além dos custos com abertura e manutenção da condição de companhia aberta e daqueles incorridos em processo de *underwriting*, a pesquisa de Rocca e Carvalho (1999) destacada no estudo sobre os desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro ainda destacou como desvantagem da abertura de capital a subavaliação das cotações da empresa pelo mercado, o elevado *underpricing* na colocação das ações, planejamento tributário, as informações estratégicas a concorrentes, especialmente aqueles que são empresas fechadas, sendo os dois últimos relacionados à perda de confidencialidade.

O item *underpricing*, que na pesquisa aparece entre as seis desvantagens mais importantes para 47% dos entrevistados, mereceu considerações adicionais no estudo, relacionado como sendo um dos mais sérios obstáculos à abertura de capital.

Refere-se ao fato de o preço estabelecido na oferta pública para abertura de capital ser inferior ao preço de fechamento no primeiro dia de negociação no mercado secundário, resultando em valor menor para as empresas, no caso das ofertas primárias, e também para os acionistas que alienam suas ações nas ofertas secundárias.

Exemplificando, vamos supor que os acionistas de uma empresa decidem abrir o capital por meio de uma oferta pública mista (primária e secundária) na qual a empresa e seus acionistas distribuem ações ao público por um preço de R\$15,00 por ação, estabelecido a partir da avaliação do negócio e do interesse dos investidores em consultas prévias⁹. Finalizada a oferta, vamos supor que as ações são negociadas no mercado secundário (bolsa de valores) por um valor de R\$20,00 por ação em seu primeiro dia de negociação. A diferença entre o valor da oferta e o registrado em mercado, R\$5,00 por ação no caso, reflete o *underpricing* que não foi aproveitado pela empresa e pelos acionistas vendedores da oferta.

De acordo com o estudo, trata-se de um fenômeno constatado em vários mercados, associado à hipótese de que os novos acionistas, subscritores das ações da empresa em processo de abertura de capital, cobram um prêmio por estar negociando com aqueles que possuem melhores informações, fenômeno este diretamente relacionado à eficiência das instituições e entidades envolvidas no processo de colocação pública, conforme se infere a partir da média de retornos iniciais para trinta países em diversos períodos¹⁰.

Entre os países com o registro de *underpricing* superior, o Brasil, com dados de 1979 a 1990, ocupou a terceira colocação, com uma diferença de 78,5% entre o preço estabelecido para a oferta pública, aquele que é direcionado para as empresas e/ou para os acionistas vendedores, e o preço de fechamento no primeiro dia em que foi negociada no mercado secundário. Este número é inferior apenas aos registrados na China e na Malásia, com

⁹ A fixação de preços de ações em ofertas públicas ocorre após um processo de coleta de intenções de investidores institucionais (investidores estrangeiros, fundos de investimento, fundos de pensão, etc.), conhecido como *bookbuilding*. Em relação às ofertas públicas, consultar a instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 400, disponível no site www.cvm.gov.br.

¹⁰ Bovespa (2000a), pág. 41

retornos de 388% e 80,3%, respectivamente, e seguido por Coréia (78,1%), Tailândia (58,1%), Portugal (54,4%), Grécia (48,5%), Taiwan (45%), Suíça (35,8%) e Índia (35,3%).

Em relação aos países com tradição no mercado de ações, os Estados Unidos ocuparam a vigésima posição, com uma diferença de 15,8%, e o Reino Unido a vigésima primeira com 12%, devendo ser levado em consideração o fato destes mercados terem registrado as maiores amostras de empresas - 13.308 e 2.133 empresas, respectivamente, contra 124,8 em média nos mercados que ocuparam as dez posições iniciais. A França (4,2%), Israel (4,5%) e o Canadá (5,4%) foram, por sua vez, os mercados com as menores diferenças, com uma média de 157,7 empresas.

Os processos recentes de abertura de capital no mercado brasileiro de ações, entretanto, resultaram em números significativamente diferentes daquele observado entre 1979 e 1990. As dezesseis companhias que abriram capital e foram negociadas no primeiro semestre de 2007 apresentaram, em média, uma diferença de apenas 5% entre os preços estabelecidos para as ofertas públicas e os preços de fechamento no primeiro dia em que as ações foram negociadas na Bovespa, conforme se observa no quadro 1.

Outro desafio apontado no estudo sobre os desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro foi a governança empresarial, entendida como o conjunto de regras que protegem os investidores que fornecem o capital para as empresas contra abusos por parte dos acionistas controladores e dos administradores (venda subavaliada de ativos, emprego de pessoas não qualificadas, adoção de projetos ineficientes), fundamentada em *disclosure*, regras de conduta e cumprimento das regras estabelecidas.

QUADRO 1 – ABERTURAS DE CAPITAL NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2007 – SEGMENTO DE LISTAGEM, NATUREZA DA OFERTA, VOLUME FINANCEIRO MOVIMENTADO E VARIAÇÃO DO PREÇO DA AÇÃO NO PRIMEIRO DIA DE NEGOCIAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DA OFERTA PÚBLICA.

Empresa	Segmento de Listagem	Natureza da Oferta	Volume R\$ / Milhões	Variação %
JBS	Novo Mercado	Mista	1.617,0	-12,5%
Tecnisa	Novo Mercado	Mista	791,0	3,8%
Agra Incorp	Novo Mercado	Mista	786,0	6,5%
Inpar S/A	Novo Mercado	Primária	756,0	0,3%
Iguatemi	Novo Mercado	Primária	549,0	12,0%
CC Des Imob	Novo Mercado	Mista	522,0	-2,1%
Even	Novo Mercado	Primária	460,0	-3,5%
Metalfrio	Novo Mercado	Mista	453,0	7,9%
Rodobensimob	Novo Mercado	Primária	449,0	16,7%
JHSF Part	Novo Mercado	Primária	432,0	3,8%
Sao Martinho	Novo Mercado	Mista	424,0	18,3%
Bematech	Novo Mercado	Mista	407,0	12,1%
CR2	Novo Mercado	Primária	308,0	-5,0%
Pine	Nível 1	Mista	517,0	-2,1%
Sofisa	Nível 1	Mista	439,0	11,7%
Wilson Sons	BDR	Secundária	706,0	1,0%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados da Bovespa e da CBLC

O estudo destacava que as avaliações em um contexto internacional demonstram que maior proteção aos investidores minoritários é sinônimo de mercados maiores, menor concentração na propriedade das empresas, maior número de empresas de capital aberto e de ofertas públicas, em um ambiente que deve ser marcado pela disseminação da governança, disponibilização de informações relevantes que sejam capazes de afetar as decisões de investimento e arcabouço regulatório que preserve os direitos dos participantes do mercado.

Indicava, ainda, que no Brasil tal proteção é baixa, como demonstram as avaliações comparativas com o resto do mundo em termos de direitos dos acionistas, direitos dos

credores, padrões contábeis, eficiência do sistema judiciário e corrupção¹¹, merecendo uma política especial dentro das ações destinadas ao desenvolvimento do mercado de capitais.

Especificamente em relação à Lei das Sociedades Anônimas, de 1976, a avaliação indicava como deficiência básica a possibilidade de emissão de até dois terços de ações preferenciais. No mesmo sentido, ou seja, operando contra a proteção ao acionista minoritário, a reforma desta lei realizada em 1997, destinada a facilitar as privatizações, contribuiu significativamente para a piora do marco regulatório ao restringir o direito de recesso e a oferta pública.

Finalmente, acrescente-se que alguns dos entraves ao desenvolvimento do mercado não são de fácil solução, em especial no curto prazo, tais como a estrutura tributária e as restrições da Comissão de Valores Mobiliários - CVM na contratação de pessoal para fiscalizar o mercado.

2.1.2 ESTUDO 2 – O MERCADO DE CAPITAIS: SUA IMPORTÂNCIA PARA O DESENVOLVIMENTO E OS ENTRAVES COM QUE SE DEFRONTA NO BRASIL

Neste estudo¹², realizado em 2000, constatou-se que o mercado brasileiro possuía baixa liquidez e um número reduzido de empresas listadas em bolsa, em um cenário agravado significativamente por uma estrutura tributária ruim, baseada na ampliação de mecanismos distorcidos, entre os quais a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF.

¹¹ Bovespa (2000a), págs. 42 a 46

¹² Bovespa (2000b)

Na avaliação dos entraves ao seu desenvolvimento, foi ainda evidenciada a necessidade de atendimento a três requisitos básicos que não são adequados no Brasil: liquidez, transparência e facilidade de acesso.

No estudo, o não atendimento destes requisitos encontrava-se refletido em diversos entraves¹³:

- *Falta de transparência*: entendida como difusão, conhecimento e estabilidade das regras e até mesmo a obtenção de dados confiáveis e transparentes sobre as empresas¹⁴, e no enfraquecimento dos acionistas minoritários em razão das alterações da Lei das Sociedades Anônimas, discutida anteriormente. Em relação a este último ponto, destaca-se que tais alterações propiciaram poder excessivo aos controladores em detrimento dos minoritários, reforçando o risco do investimento em ações que passaram a depender não apenas dos resultados das empresas e seus ambientes de operação, mas também das decisões do sócio majoritário, especialmente nas trocas de controle;
- *Informações aos participantes*: trata-se do que vimos no estudo anterior no item relacionado ao custo de manutenção de uma empresa de capital aberto com ações listadas em mercados secundários;
- *As ações preferenciais e a obrigatoriedade na distribuição de dividendos*: mais uma vez as distorções que resultam da proporção de ações preferenciais emitidas pelas empresas, preservando os sócios majoritários contra as pressões da perda de controle em mercado, comum nos mercados desenvolvidos, associado às críticas do dividendo obrigatório que carregam por força da

¹³ idem, págs. 33 a 41

legislação¹⁵. Isto porque cria um compromisso fixo, retirando a liberdade de escolha da política mais adequada para a aplicação dos lucros;

- *Restrições à movimentação de capitais*: trata-se aqui de reconhecer a necessidade de buscar as condições para o mercado de capitais nacional competir no cenário internacional, já que quanto maior a abertura, mais explícitas se tornam suas deficiências frente aos mais avançados, operando contra o seu desenvolvimento;
- *Fechamento crescente do capital das empresas*: associado ao processo de abertura econômica, especialmente com a chegada de grandes grupos estrangeiros não dependentes do mercado de capitais interno, foi agravado pela não compensação com a abertura de novas empresas em razão dos entraves em discussão;
- *A competição com os mercados estrangeiros*: a migração de liquidez de ações de grandes empresas para os mercados internacionais, especialmente o mercado americano com a emissão de recibos de depósito, conhecidos como ADRs¹⁶, é considerado grave porque envolvem justamente os títulos de

¹⁴ O estudo refere-se neste ponto à impossibilidade criada pela inflação de obtenção de dados confiáveis, especialmente nos balanços que demandavam análises complexas, problema este superado pela estabilidade trazida pelo Plano Real. Pág. 33.

¹⁵ O parágrafo 1º do artigo 17 da Lei 6.404, de 1976, estabelece que “...Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias....”.

¹⁶ Recibo de ações de companhia não sediada nos Estados Unidos, negociado nos mercados organizados daquele país e custodiado em banco norte-americano. Os investidores também podem converter seus ADRs em ações da

empresas que movimentam as bolsas de valores e que alimentam a disseminação de uma “cultura de mercado” e, conseqüentemente, prejudicam um melhor ambiente para a abertura de capital das empresas sem condições de acesso ao mercado estrangeiro;

- *Ambiente macroeconômico de incerteza*: atua principalmente na oferta de capitais, privilegiando o curto prazo e a liquidez imediata em detrimento de fundos para investimento de longo prazo;
- *O crowding out*: fenômeno relacionado à necessidade de financiamento da dívida pública pelo governo, com o oferecimento de remuneração elevada, e que passa a ocupar o espaço dos mercados privados;
- *A insegurança jurídica e o risco de quebra de contratos*: incertezas em relação às regras constituem-se em um entrave de proporções relevantes em qualquer ambiente, em especial no mercado de capitais. Em um país marcado por congelamentos de preços, alterações tributárias e até confisco de poupanças, além de decisões judiciais extremamente lentas e com leis interpretadas de diversas formas, o risco aos investidores aumenta e impede seu pleno desenvolvimento;
- *As deficiências na regulação*: item relacionado às limitações do órgão regulador em manter em seus quadros profissionais que tendem a ser atraídos pela melhor remuneração da iniciativa privada, também critica sua distância do centro das decisões em Brasília, sede do governo federal, e sua estratégia de centrar as atenções nas grandes questões;
- *Os preconceitos contra o mercado de capitais*: algo que não se restringe apenas ao preconceito por parte do público investidor em razão da própria

ausência de uma cultura no mercado de renda variável como, por exemplo, nos Estados Unidos, mas também por parte dos formuladores de políticas de desenvolvimento do governo;

A relação de entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais é finalizada com os preconceitos das empresas contra abertura de capitais, item relacionado diretamente à estrutura familiar das empresas no país, com um estilo de administração que privilegia a autonomia das decisões sem influências externas, não necessariamente em linha com as melhores práticas que uma empresa de capital aberto teria que se sujeitar. Destaca-se ainda a informalidade e a ausência de estruturação de procedimentos operacionais, incompatíveis com uma empresa de capital aberto.

Por fim, este estudo elaborado em 2000, ressaltava que o mercado de capitais ainda estava permeado pela cultura adquirida após um longo período de inflação e instabilidade, condições sob as quais não se desenvolve qualquer mecanismo associado a compromissos de longo prazo.

2.2 PLANO DIRETOR DO MERCADO DE CAPITAIS – A VISÃO DAS ENTIDADES DO MERCADO

O aprofundamento do debate sobre os entraves para o desenvolvimento do mercado de ações no Brasil teve continuidade com o diagnóstico realizado pelas próprias entidades do mercado de capitais brasileiro a partir das diversas crises internas e externas, observadas principalmente a partir do final da década de 90, tais como a que foi submetida a Ásia em 1997, a Rússia em 1998, a crise cambial no Brasil em 1999, além do ataque terrorista aos Estados Unidos em 2001 e seus desdobramentos e, neste mesmo país, a crise de credibilidade

que resultou dos escândalos corporativos de importantes companhias abertas como a Enron, e que culminou com o envolvimento de 45 entidades, além da Bovespa, na elaboração do Plano Diretor do Mercado de Capitais em 2002.

O objetivo desse plano não era simplesmente ser apenas um documento sobre a importância do mercado de capitais, mas constituir-se em um fórum ativo de discussões, idéias e ações práticas, relativo a seis temas principais: política macroeconômica, ações voltadas para as empresas, investidores, agentes de mercado, regulação e auto-regulação, além de ações voltadas para a mobilização, sensibilização e divulgação.

Plano Diretor - Objetivos¹⁷

- a) identificar as ações do governo e do setor privado requeridas para superar obstáculos ao desenvolvimento e funcionalidade do mercado de capitais brasileiro, criando condições compatíveis com sua eficiência;*
- b) promover adequado grau de coordenação entre ações públicas e privadas;*
- c) mobilizar todos os segmentos da sociedade em favor da prioridade e urgência do desenvolvimento desse mercado.*

Em relação aos aspectos macroeconômico, destacou-se a importância da incorporação do mercado de capitais aos planejamentos de políticas governamentais, bem como as discussões relativas à redução da taxa de juros, ao ajuste do setor público, à redução da vulnerabilidade externa e às reformas previdenciária e tributária.

Quanto às ações voltadas para empresas, investidores e agentes, as discussões foram centradas na acessibilidade de novas empresas do setor produtivo ao mercado, com a redução de custos deste processo, programas intensivos de educação ao público em geral, disseminação de seus principais conceitos e permissão para a utilização de poupanças compulsórias em valores mobiliários, além do treinamento continuado dos profissionais das instituições que atuam no mercado de capitais.

¹⁷ Plano Diretor do Mercado de Capitais, pág. 10

Missão do Mercado de Capitais¹⁸

- i) oferecer as condições financeiras necessárias para a retomada e sustentação do crescimento econômico, a geração de empregos e a democratização de oportunidades e do capital;*
- ii) mobilizar recursos de poupança oferecendo alternativas de investimento seguras e rentáveis, para servir também de base para planos de previdência complementar;*
- iii) direcionar esses recursos para financiar os investimentos mais produtivos e socialmente desejáveis, inclusive infra-estrutura, habitação e empresas emergentes, em condições competitivas com o mercado internacional.*

O plano identificou ainda a necessidade de fortalecimento das agências reguladoras (Comissão de Valores Mobiliários, Secretaria de Previdência Complementar e Superintendência de Seguros Privados) e da conscientização da importância do mercado pelos poderes executivo, legislativo e judiciário, entidades da classe empresarial, sindicato dos trabalhadores e mídia em geral.

A essência do Plano Diretor parte da premissa de que um mercado de capitais e um sistema bancário operando de maneira plena e eficiente é condição básica para um crescimento econômico auto-sustentável, como demonstra a experiência internacional, liderado por investimentos privados que devem ter à sua disposição as melhores alternativas e condições no financiamento de seus investimentos.

Na condição de desafios a serem ultrapassados, destacam-se a consolidação do processo de estabilização, conquistado a partir do controle da inflação em 1994, e a retomada de um crescimento com equilíbrio externo. Estes processos são apontados como essenciais para alçar o mercado de capitais à posição de líder no fornecimento de recursos para o investimento, a partir de critérios de mercado, substituindo o poder público e os mecanismos de poupança compulsória utilizados pelas agências governamentais e valorizando os atuais e

¹⁸ Plano Diretor do Mercado de Capitais, pág. 10

os novos mecanismos de poupança institucional, representados principalmente pelos fundos de investimento, de previdência e de companhias de seguros.

As definições de ações a serem tomadas pelas entidades subscritoras do plano, as quais não substituíram as agendas próprias de cada uma, visaram atacar diretamente os diversos obstáculos para o desenvolvimento pleno do mercado de capitais no Brasil, sejam eles de natureza institucional, econômica ou cultural, tais como as deficiências observadas no poder judiciário, especialmente quanto a lentidão dos processos e a falta de especialização nos assuntos relacionados ao mercado, no sistema tributário, na política de juros e na proteção ao investidor, entre outras.

Deficiências do próprio mercado também foram apontadas, como a pouca liquidez das ações e sua subvalorização frente aos valores patrimoniais, resultando em custos elevados de captação, conforme destacado por Rocca¹⁹. Nestas condições, ainda na sua avaliação, as grandes corporações nacionais elegeram os mercados de capitais estrangeiros como fonte preferencial de obtenção de recursos, complementados com o lançamento de recibos de depósitos em bolsas do exterior, suprimindo ainda mais a liquidez do mercado local.

Soma-se a este quadro, na sua opinião, taxas de juros internas excessivamente elevadas, alta volatilidade da economia brasileira, *underpricing* nas ofertas públicas de abertura de capital, baixa proteção ao acionista minoritário, representada principalmente pela estrutura de capital das empresas listadas em bolsa que ainda permitem as ações sem direito a voto, a não observância de regras de governança corporativa, e uma estrutura tributária permissiva com a informalidade, resultando em uma competição desigual com empresas corretamente estabelecidas.

Entender as limitações e entraves das empresas frente às alternativas disponíveis no mercado de capitais, assim, tornou-se central na compreensão do seu papel no âmbito de uma política que permita o desenvolvimento do financiamento do investimento.

Neste sentido, na sequência das atividades a serem desenvolvidas pelas entidades subscritoras do Plano Diretor, em 2003 realizou-se um novo encontro²⁰ com o objetivo de analisar as condições de financiamento dos investimentos, examinar as alternativas e o potencial do mercado de capitais como provedor destas necessidades das empresas e identificar ações para implementar as soluções disponíveis.

Como base para estes objetivos, a constatação de que a queda nas taxas de juros é uma condição básica, mas não a única para trazer o custo de capital a padrões razoáveis para a retomada dos investimentos e que a redução dos *spreads* nos créditos bancários ainda depende de uma série de medidas (aumento da eficiência na análise de crédito, cunha fiscal, recuperação de créditos, assimetrias de informação, etc.).

No cenário externo, observa-se a importância da modernização dos sistemas financeiros com o desenvolvimento dos investidores institucionais e o crescimento de mecanismos mais eficientes na administração e distribuição de riscos, permitindo ao mercado de capitais ser um indutor de concorrência e competição no fornecimento de recursos para o investimento, não apenas das empresas maduras mas daquelas emergentes e de setores específicos que necessitam de operações mais sofisticadas, com análises de risco complexas e de prazos de maturação mais longos.

A principal observação, entretanto, é a de que uma expressiva parcela das empresas, ou melhor, todas aquelas que não se enquadram na condição de multinacionais ou não fazem parte da lista das maiores empresas nacionais, ambas as categorias com acesso às melhores fontes de financiamento, não tem condições minimamente favoráveis na obtenção de recursos, ficando limitadas àqueles obtidos internamente como resultado de suas atividades produtivas.

¹⁹ Neto (2002)

²⁰ Rocca (2004)

Na avaliação de Marcos Lisboa²¹, considerando que o tema do financiamento do investimento é central e a baixa participação do crédito privado em relação ao PIB, o desenvolvimento do mercado secundário de capitais é fundamental para viabilizar a fonte primária de recursos, entendido nestes termos, a necessidade de investir no funcionamento das instituições envolvidas como a chave para se alcançar uma intermediação financeira mais eficiente, com impactos positivos no custo de capital.

Na sua opinião, em linha com o que foi visto anteriormente, os desafios a serem enfrentados neste campo decorrem das inseguranças jurídicas dos contratos, do custo do financiamento, os não desejados incentivos à informalidade, que afastam as empresas das melhores práticas de governança, e a difícil e onerosa recuperação de empréstimos e garantias.

Destaca, ainda, a importância da continuidade do fortalecimento institucional da CVM, da redução da chamada assimetria de informações no mercado de crédito, da relevância no investimento em mecanismos mais eficientes de divisão de risco das operações e a necessidade de superar a questão cultural dos investidores nacionais frente aos investimentos de longo prazo no mercado e capitais.

Em relação aos fundos de *venture capital* e de *private equity*, mecanismos consolidados internacionalmente como provedores de capital de risco para empresas emergentes ou de setores com perspectivas de crescimento, foram destacados como obstáculos ao seu desenvolvimento o fato de, no Brasil, os investidores institucionais, principais participantes destes mecanismos de investimento, manterem suas aplicações concentradas em aplicações de renda fixa, em decorrência dos juros pagos pelo governo, a falta de liquidez do mercado secundário, vital na decisão de investimento, e os impactos negativos da estrutura tributária e sua complexidade, além da necessidade de ser criado um

²¹ Rocca (2004), pág. 47.

segmento de negociação específico para suportar distribuições de ações em ofertas primárias e secundárias de tais empresas.

Foi destacada, ainda, a importância de incentivos à participação de investidores nos referidos fundos, de forma a libertá-los da dependência direta de fundos governamentais ou de organismos internacionais, via tratamento fiscal diferenciado e melhoria do ainda deficiente sistema de informações sobre a atuação destes veículos, com a adoção de regras de transparência sobre a atuação dos administradores e de rankings informativos sobre as melhores empresas que poderiam vir a receber seus recursos.

A avaliação das limitações e entraves enfrentados pelas empresas frente às alternativas disponíveis no mercado de capitais teve continuidade com outro estudo sobre a abertura de capital no Brasil, solicitado pela Bovespa, e realizado em meados de 2004, com o objetivo de traçar planos de atuação na divulgação e alavancagem das companhias listadas²². Neste estudo, elaborou-se uma pesquisa com uma amostra de 53 empresas:

“...procurando identificar o grau de conhecimento destas sobre o mercado de capitais, seu posicionamento perante estratégias de crescimento futuro, seu interesse em abrir capital, sua adequação às regras básicas do mercado e sua disponibilidade diante de um eventual processo de sensibilização sobre a oportunidade de abertura do capital como estratégia de capitalização e/ou modernização da empresa”²³.

O resultado demonstrou o longo caminho que ainda deve ser percorrido pelas entidades do mercado na sua divulgação e na educação sobre os benefícios associados à participação das empresas no mercado de capitais.

Mais da metade das empresas, questionadas sobre as formas de investimento em um cenário de retomada do crescimento, respondeu que o fariam com base em financiamento próprio ou proveniente de organismos institucionais, no qual o BNDES se destaca.

²² Bovespa (2004)

Além disso, igual número de empresas respondeu que não haveria nenhum outro motivo para abrir o capital além da obtenção de recursos para investimento, demonstrando a relevância do crescimento econômico nesta decisão, já que recursos próprios e de fontes governamentais parecem ser suficientes para garantir a atualização necessária à manutenção do negócio.

Este conjunto de respostas remete à conclusão do estudo de que a cultura do empresariado nacional ainda está distante do mercado de capitais e das alternativas que já se encontram à disposição, mesmo após o “choque” de modernização a que estiveram submetidos pelo processo de abertura da economia iniciado nos anos 90, resultando em um preocupante desconhecimento dos benefícios associados a uma participação mais efetiva neste mercado, como modernização das empresas, transparência e governança. Em relação a este último conceito, apesar de 58% dos que participaram da entrevista terem afirmado que o conhecem, restou a impressão de que seria superficial.

Na pesquisa, em relação às desvantagens de abertura do capital, destacaram-se o custo envolvido no processo, com 20% das respostas, e o desinteresse pelo assunto, demonstrado por outros 20% dos entrevistados que não responderam, resultado observado em outras questões da entrevista. Na pergunta relativa ao maior empecilho à abertura, 40% o atribuem ao fator “cultura”.

O estudo ainda conclui que a visão do mercado de capitais unicamente como provedor de recursos, útil apenas para quando o país crescer, somente ainda é possível pela ausência contínua de estímulos e de desafios que somente um processo sustentado de crescimento com abertura econômica pode trazer, o que obrigará as empresas a uma revisão de suas estratégias, adequadas apenas ao quadro em vigor nos últimos anos. Tal revisão deverá incluir obrigatoriamente a forma pela qual irão alavancar seus investimentos, uma vez considerado a limitação dos fundos de longo prazo dos órgãos oficiais.

²³ Bovespa (2004), pág. 5.

2.3 O TRABALHO CONJUNTO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO - ANBID E DO INSTITUTO DE ESTUDOS DE POLÍTICA ECONÔMICA - IEPE/CdG

O trabalho reúne estudos e propostas apresentados em um debate, realizado no final de 2004, em livro organizado por Edmar Bacha e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho (2005). Os resultados apontam para a existência de várias barreiras ao desenvolvimento deste mercado, de naturezas macroeconômica, tributária e institucional, inclusive a atuação de órgãos oficiais, especialmente o BNDES, e outros assuntos relativos às experiências internacionais e os desafios para o mercado de capitais brasileiro, também foram tema de um debate envolvendo diversos especialistas do sistema financeiro e pesquisadores de universidades brasileiras.

O trabalho de Bacha e Oliveira Filho conta com dois textos básicos. No primeiro, Ana Novaes avalia experiências internacionais no desenvolvimento financeiro de cinco países emergentes que receberam o grau de investimento. No segundo, Nilson Teixeira avalia o mercado de capitais no Brasil e as reformas em discussão sobre como torná-lo mais relevante. Adicionalmente, encontram-se textos que discutem as deficiências do mercado e medidas para solução dos problemas.

Em sua análise da experiência internacional, Ana Novaes destaca a forte correlação entre crescimento econômico e desenvolvimento do mercado de capitais em ambientes cujo sistema financeiro é baseado em bancos ou no próprio mercado, e ainda destaca o que seria uma “terceira via”, que enfatiza o marco regulatório como fundamental para sua eficiência, protegendo os acionistas minoritários e os credores, além de permitir o desenvolvimento do mercado, qualquer que seja sua base.

O foco de Novaes corresponde está nos aspectos institucionais que teriam colaborado para o desenvolvimento do mercado de capitais em países selecionados (Chile, México,

África do Sul, Polônia e Tailândia), contrapondo-os à nossa realidade, e do qual emergem fundos de pensão e seguradoras na gestão do que foi chamado de “poupança contratual”.

As indicações apontam para uma contribuição decisiva destes participantes no desenvolvimento do mercado de capitais. No Chile, por exemplo, a reforma dos fundos de pensão no início da década de 80 explicaria 34 % do crescimento do mercado de capitais em relação ao PIB daquele país²⁴.

Tomados em conjunto, a participação dos ativos das seguradoras e dos fundos de pensão chilenos evoluíram de 14,4% do PIB em 1985 para 79% em 2003, enquanto os países em desenvolvimento de maneira geral possuem poucos investidores destas categorias, sem uma representação significativa de seus ativos frente às suas economias, o que inclui o Brasil, com uma participação de 20,57%, e uma discussão recorrente sobre a necessidade de reforma da previdência que precisaria ser retomada.

Outra das limitações dessas economias é o reduzido número de empresas de capital aberto e a falta de transparência e proteção aos minoritários e aos credores, estes últimos itens considerados fatores decisivos na avaliação dos gestores de portfólios, e que colocam sob os holofotes a qualidade dos sistemas legais.

No caso do Brasil, a eficiência do sistema judiciário está avaliada abaixo da mediana registrada para uma amostra de países desenvolvidos e em desenvolvimento, o mesmo ocorrendo para o direito dos credores, limitando a oferta de capital e inibindo a participação de investidores que não percebem um ambiente de justiça.

Novaes ainda destacou a necessidade de melhoria contínua das informações que são prestadas ao mercado, incluindo a adoção de padrões internacionais de contabilidade, e criticou a distância do mercado de ações brasileiro do padrão “uma ação, um voto”. Destacou, também, a vulnerabilidade elevada no aspecto dívida/PIB, a grande dependência do capital

²⁴ Bacha (2005), pág. 73.

externo e o fato da política econômica ainda não ter sido avaliada como merecedora da classificação de “grau de investimento”.

Nilson Teixeira, por sua vez, ao avaliar o mercado de capitais brasileiro, destacou sua extrema sofisticação em confronto com sua face subdesenvolvida no campo do financiamento do investimento de longo prazo, refletindo apenas o desejo de seus próprio participantes em operar no curto prazo.

Segundo ele, quando os agentes não encontram o ambiente adequado e seguro para posições mais longas, o desenvolvimento do mercado não deve ocorrer, que é o caso da economia brasileira em razão de sua baixa previsibilidade, associada não apenas aos tradicionais índices de vulnerabilidade, mas também às questões relativas ao arcabouço institucional, a necessidade de construção de uma estabilidade econômica que seja interpretada pelos agentes como duradoura e à necessidade de melhoria do ambiente de negócios, campo que o Brasil é comparativamente pior que seus pares (procedimentos para abertura e fechamento de empresas, registro de propriedade e direitos para tomadores de empréstimos).

As constantes alterações e a qualidade legal de regras e decisões do governo no campo fiscal, neste caso, em nada contribuem para a melhora do quadro, além de resultarem em uma série de passivos que acabam por sufocar ainda mais o já combalido sistema judiciário.

Além das reformas fiscal e tributária terem como objetivo a ordenação e limitação das distorções presentes, deve-se observar também o impacto nos custos das empresas, que devem manter estruturas complexas e, não raro, impensáveis para as pequenas companhias, levando-as à informalidade.

Em relação ao sistema judiciário, adicionalmente ao fato de ser reconhecido como moroso, carrega consigo outra responsabilidade: a do risco jurisdicional, representado por incertezas quanto a alteração de regras, à interpretação favorável aos credores pelos tribunais

e ao próprio cumprimento dos contratos, riscos estes que os investidores não estariam dispostos a correr, limitando o desenvolvimento do mercado.

Teixeira ainda aborda as distorções mantidas na lei das sociedades anônimas, tais como a ausência do padrão “uma ação, um voto”, a garantia parcial de participar da alienação do controle de companhia aberta, e o elevado grau de concentração da propriedade nas empresas de capital aberto no Brasil. Segundo ele, um estudo aponta que esta concentração, em um ambiente de proteção insuficiente àqueles que não detém o controle, seria responsável pela elevação do risco e a conseqüente demanda por retornos maiores pelos acionistas minoritários.

A questão do Judiciário também foi abordada por Edmar Bacha, em artigo escrito com Pêrsio Arida e André Lara Resende²⁵. Defende-se ali a tese de que o longo prazo não seria uma opção possível aos investidores no Brasil justamente em razão das incertezas relacionadas aos contratos subordinados à nossa jurisdição, sugerindo uma ampliação do comércio internacional e uma integração com uma jurisdição de qualidade superior como sinal do comprometimento com as necessárias reformas do ambiente interno.

Este mesmo ponto foi tratado por Daniel L. Gleizer, segundo o qual os países que participaram de integração com blocos econômicos beneficiaram-se amplamente dos critérios macroeconômicos que devem ser atendidos pelos membros, inclusive com a queda do risco país, como no caso do México e da Polônia.

Gleizer ainda pondera que a diferença entre os resultados macroeconômicos apresentados pelo Brasil e pelos países avaliados por Ana Novaes, refletida no fato de ainda não termos recebidos a classificação de “grau de investimento”, e a insegurança jurídica que compromete os relacionamentos comerciais e financeiros, explicariam uma parte significativa de nossa falha no desenvolvimento do mercado de capitais, lembrando, entretanto, que a

²⁵ Arida, P., Bacha, E., Lara-Resende, A.(2004)

estabilidade no país permanece como um dado muito recente, em meio a muitos anos de desorganização a que estivemos submetidos.

De maneira geral, na sinopse do evento preparada por Armando Castelar Pinheiro, os participantes do evento alçaram o desempenho macroeconômico ao posto de fator decisivo para um mercado de capitais forte e capaz de atender plenamente as necessidades da economia, razão pela qual as atitudes do governo são centrais, especialmente na efetivação das reformas e implementações necessárias para um ambiente de negócios que transmita confiança aos investidores, sejam externos ou nacionais.

Estas reformas e implementações envolvem obrigatoriamente o judiciário, o sistema previdenciário, com seus impactos nos investidores institucionais, a qualidade da estrutura tributária e a pressão que exerce no processo de intermediação financeira, além da revisão sobre os papéis desempenhados pelos mecanismos de poupanças compulsórias e sua administração.

Em relação às poupanças compulsórias, debate-se a atuação de entidades como o BNDES e a hipótese de que seria um fator inibidor do desenvolvimento das instituições privadas e do mercado de capitais.

O raciocínio associado a esta hipótese é o de que estas entidades ocupam um espaço relevante na concessão de crédito subsidiado às grandes empresas nacionais, consideradas de baixo risco e com farto acesso aos mercados nacionais e internacionais. Uma outra categoria de empresas de baixo risco, mas informais e com contabilidade de má qualidade, tendem, segundo sua avaliação, a obter recursos nos bancos que gerenciam seu caixa.

Assim, restaria para o mercado de capitais aquelas empresas de baixa qualidade e com maior risco de inadimplência, uma situação que Pinheiro considera uma questão pouco discutida e que mereceria uma investigação.

Finalmente, mas não menos importante, foi destacado a importância que a governança corporativa alcançou e a necessidade de reforçá-la continuamente.

3. CAPÍTULO III

DETERMINANTES DAS MUDANÇAS NO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL NOS ÚLTIMOS ANOS

A economia brasileira passou por importantes transformações desde a década de 1990, especialmente em razão da abertura comercial e financeira e do controle do processo inflacionário que resultou do Plano Real.

Na esteira destas transformações, o mercado de ações brasileiro vem apresentando indicadores relevantes de desenvolvimento e de atendimento das expectativas dos seus participantes, sejam os emissores de ativos, as instituições intermediárias ou os investidores, nacionais ou estrangeiros, institucionais ou pessoas físicas.

Neste capítulo são apresentados os principais aspectos desta transformação recente do mercado brasileiro. No item 3.1, são apresentados os indicadores de desempenho do mercado secundário de ações e no item 3.2 são abordados os aspectos do cenário macroeconômico. Os itens 3.3 e 3.4 tratam, respectivamente, das principais mudanças institucionais promovidas pelo próprio mercado e dos aperfeiçoamentos do marco regulatório, enquanto os itens 3.5 e 3.6 abordam os principais fatores relacionados à demanda e à oferta de ações no mercado nacional.

3.1 O DESEMPENHO DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL NOS ÚLTIMOS ANOS

Desde 2003, os índices que medem o desempenho de carteiras teóricas representativas do mercado de ações apresentaram recordes sucessivos, acumulando até junho de 2007, no caso do Índice Bovespa, uma valorização de 382,7%, o que levou o valor das empresas

listadas a níveis recordes. O crescimento aparece também no volume negociado e no número de negócios.

3.1.1 O COMPORTAMENTO DOS ÍNDICES DE MERCADO

Em relação aos indicadores de desempenho dos preços das ações negociadas no mercado de ações no Brasil, destacou-se o comportamento do seu principal indicador, o Índice Bovespa. O Índice Bovespa, de acordo com sua descrição técnica:

“É o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 02/01/1968 (valor-base: 100 pontos), a partir de uma aplicação hipotética. Supõe-se não ter sido efetuado nenhum investimento adicional desde então, considerando-se somente os ajustes efetuados em decorrência da distribuição de proventos pelas empresas emissoras (tais como reinversão de dividendos recebidos e do valor apurado com a venda de direitos de subscrição, e manutenção em carteira das ações recebidas em bonificação). Dessa forma, o índice reflete não apenas as variações dos preços das ações, mas também o impacto da distribuição dos proventos, sendo considerado um indicador que avalia o retorno total de suas ações componentes.”²⁶

Calculado com a mesma metodologia desde sua concepção em 1968, o índice, cuja carteira teórica é composta pelas ações que representam mais de 80% do número de negócios e do volume negociado no mercado a vista da Bovespa, encerrou o primeiro semestre de 2007 com uma valorização de 22,3%, a 54.392 pontos²⁷, dando seqüência ao movimento de alta iniciado em 2003, conforme se observa na tabela 1.

²⁶ [Bovespa](#) (2007)

²⁷ O Índice sofreu, unicamente para efeito de divulgação e sem prejuízo de sua metodologia de cálculo, as seguintes adequações: 1– divisão por 100, em 03/10/1983; 2 – divisão por 10, em 02/12/1985; 3– divisão por 10, em 29/08/1988; 4– divisão por 10, em 14/04/1989; 5– divisão por 10, em 12/01/1990; 6– divisão por 10, em 28/05/1991; 7– divisão por 10, em 21/01/1992; 8– divisão por 10, em 26/01/1993; 9– divisão por 10, em 27/08/1993; 10– divisão por 10, em 10/02/1994; 11 – divisão por 10, em 03/03/1997.

TABELA 1 – ÍNDICE BOVESPA – PONTOS DO ÍNDICE - FECHAMENTO – 2000 A 2007

Ano	Pontos do Índice Fechamento do Ano	Evolução %
2000	15.259,3	(10,72)
2001	13.577,6	(11,02)
2002	11.268,5	(17,00)
2003	22.236,4	97,33
2004	26.196,3	17,80
2005	33.455,9	27,71
2006	44.473,7	32,93
2007	54.392,06	22,30

Nota: Para o ano de 2007 foi utilizado o fechamento de junho

Fonte: Bovespa

Outros índices que merecem destaque são os que demonstram o comportamento de carteiras compostas com ações de empresas com governança corporativa diferenciada e com ações com *tag along*²⁸ diferenciado.

O Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - IGC, responsável por captar o desempenho de uma carteira de ações compostas pelas empresas com diferenciais de governança corporativa que aderiram a um dos três segmentos de listagem da Bovespa²⁹, acabou por superar o próprio Ibovespa, registrando uma valorização de 22,7% entre janeiro e junho de 2007 e acumulando uma variação positiva de 517,7% entre 2003 e junho de 2007.

Em 2005, atenta à demanda por boas práticas em relação aos investidores em ações, a Bovespa lançou o Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado – ITAG, responsável por medir o desempenho de ações de empresas que oferecem aos seus acionistas uma condição diferenciada em relação àquela estabelecida na lei 6.404, de 15/12/1976³⁰, conhecida como a

²⁸ A expressão em inglês corresponde ao direito dos acionistas que não participam do grupo de controle da companhia aberta de vender suas ações no caso de alienação de controle.

²⁹ Uma descrição completa dos segmentos encontra-se no item 3.3.1.

³⁰ Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1o Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores

Lei das S/As, para o caso de alienação de controle – pela lei, 80% do valor obtido pelo controlador deve ser oferecido aos minoritários, detentores de ações ordinárias.

São elegíveis para compor o ITAG as ações ordinárias de empresas que oferecem um percentual superior aos 80% estabelecidos pela legislação e as ações preferenciais que também recebam este diferencial, em qualquer percentual. Entre janeiro e junho de 2007 este índice apresentou uma valorização de 20,7% e acumulou uma variação positiva de 163,3% desde seu lançamento até o final do primeiro semestre de 2007.

3.1.2 O INCREMENTO DA LIQUIDEZ NO MERCADO DE AÇÕES

O comportamento dos preços das ações teve reflexo direto no valor de mercado das empresas que, em dezembro de 2006, atingiu um valor de R\$1,5 trilhão, contra R\$ 438 bilhões em dezembro de 2002, registrando uma relação inédita com o Produto Interno Bruto de 67%, um dos principais indicadores de relevância de um mercado de ações na economia de um país.

A relação entre o valor de mercado e o PIB está ainda distante dos padrões da Europa e da América do Norte que, no mesmo período, de acordo com o FMI, apresentavam uma relação de 95,8% e 147%, respectivamente, mas situou-se em uma posição significativamente superior àquela registrada em 2002, quando era de 30%.

Outro dado relevante em relação a esta participação está relacionado ao fato de que foi alcançada em uma fase na qual se observou uma recuperação do número de empresas com ações registradas para negociação. Em dezembro de 2002 a Bovespa contava com 436

mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

companhias listadas, reduzidas a 381 em dezembro de 2005 e, em junho de 2007, já contava com 419 companhias.

Ainda em relação ao valor de mercado, as empresas listadas na Bovespa foram responsáveis, em 2006, por 51% do valor total das empresas cotadas nos diversos mercados latino americanos, estimado em U\$ 1,4 trilhão, de acordo com a World Federation of Exchanges - WFE em seu relatório anual de 2006, sendo seguidas pelas ações cotadas na bolsa mexicana, com 25% deste valor, e pelas ações do mercado chileno, com 13%.

É importante notar que esta participação insere o mercado brasileiro em uma posição de destaque no ranking mundial, especialmente na América Latina que, no final de 2006, apresentava uma participação média de 49,4%, de acordo com os dados do Fundo Monetário Internacional - FMI ³¹.

TABELA 2 – PARTICIPAÇÃO DO VALOR DAS EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA NO PRODUTO INTERNO BRUTO

Ano	Participação %
1996	27%
1997	30%
1998	20%
1999	38%
2000	37%
2001	33%
2002	30%
2003	40%
2004	47%
2005	53%
2006	67%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados da Bovespa e do IBGE, Sistema de Contas Nacionais Referência 2000 (IBGE/SCN 2000 Anual).

O desempenho do principal indicador de desempenho dos preços das ações negociadas no mercado de ações no Brasil também foi acompanhado pelos indicadores de liquidez.

³¹ FMI: Relatório de Estabilidade Financeira Global, 2007

Em 2006, foram 21,5 milhões de negócios realizados e R\$598,9 bilhões de volume financeiro movimentado, representando uma evolução de 207% e 331%, respectivamente, sobre os indicadores do fechamento de 2002.

Apenas no primeiro semestre de 2007 já haviam sido registrados 15,6 milhões de negócios realizados e R\$ 493,9 bilhões de volume financeiro movimentado, superando em 49% e 63%, respectivamente, os registros de igual período de 2006.

TABELA 3 – QUANTIDADE DE NEGÓCIOS REALIZADOS E VOLUME FINANCEIRO MOVIMENTADO NA BOVESPA

Ano	Quantidade de negócios realizados em milhões	Volume Financeiro em R\$/milhões
2000	5,6	185,2
2001	6,6	150,3
2002	7,0	139,0
2003	9,9	204,6
2004	13,4	304,1
2005	15,5	401,1
2006	21,5	598,9
2007	15,6	493,9

Nota: Para o ano de 2007, dados do primeiro semestre

Fonte: Bovespa

Na média, os negócios realizados evoluíram de 29 mil por dia em 2002 para 127 mil no primeiro semestre de 2007, com registro de um máximo de 203 mil transações em um único pregão. O giro financeiro médio diário, por sua vez, evoluiu em igual período de contra R\$ 558,1 milhões para R\$4,0 bilhões.

Com este desempenho dos indicadores de liquidez, o mercado de ações brasileiro manteve sua posição de destaque no contexto internacional. Em 2006, o volume negociado na Bovespa, de acordo com a WFE, correspondeu a 64,5% do total negociado na América Latina, que alcançou U\$ 427,8 bilhões, sendo seguida pela bolsa mexicana, com 22,5%, e a chilena, com 6,9%.

No mesmo conceito, em relação ao número de negócios realizados, a bolsa brasileira respondeu por 81,5% do total das transações da região, que somaram 26,4 milhões. Novamente, a bolsa do México ocupou a segunda posição com 9,5%, seguida pela bolsa argentina com 3% do número total de negócios realizados.

O mercado internacional de ações, com perspectiva a partir do desempenho das principais bolsas de valores dos continentes americano (NYSE Group³², Nasdaq Stock Market e TSX Group), asiático (Hong Kong Exchanges e Tóquio SE) e europeu (Deutsche Borse, Euronext e London SE), apresentou um desempenho igualmente positivo nos principais indicadores de 2006, comparados com aqueles registrados ao final de 2002, conforme se infere dos dados obtidos no relatório anual da WFE.

O volume total de negócios realizados nestas bolsas de valores apresentou um crescimento de 143,2% na comparação entre os US\$22,9 trilhões negociados em 2002 contra os US\$55,7 trilhões registrados no ano de 2006, percentual superior ao relativo à evolução da capitalização de mercado das ações listadas, que é o resultado da multiplicação de todas as ações emitidas pelas empresas listadas pelas respectivas cotações de mercado. Entre 2002 e 2006, a evolução foi de 101%, de US\$18,2 trilhões para US\$36,5 trilhões.

3.2 O CENÁRIO MACROECONÔMICO

O comportamento do mercado de ações desde 2003, particularmente em relação à retomada de aberturas de capital e de ofertas públicas em geral registradas a partir de 2004, ocorreu em um contexto econômico marcado pela crescente liquidez internacional, pela melhora no balanço de pagamentos e pelo registro de sucessivos superávits em transações correntes.

³² Em 2006 houve a fusão entre a NYSE, bolsa de valores americana, e a Euronext, que administra bolsas em Paris, Amsterdã, Bruxelas e Lisboa, originando o grupo Nyse Euronext.

TABELA 4 – BALANÇA DE PAGAMENTOS - TRANSAÇÕES CORRENTES (SALDO) - ANUAL - US\$ MILHÕES

Ano	Saldo US\$ milhões
1994	-1.811,20
1995	-18.383,70
1996	-23.502,10
1997	-30.452,30
1998	-33.415,90
1999	-25.334,80
2000	-24.224,50
2001	-23.214,50
2002	-7.636,60
2003	4.177,30
2004	11.679,10
2005	13.984,70
2006	13.621,50

Fonte: Banco Central do Brasil

Adicionalmente, este contexto ocorreu em uma época marcada pelo controle do processo inflacionário, que teve início com o plano Real, e pelo forte ingresso de capital estrangeiro no país, sendo que um volume significativo foi destinado ao mercado de ações.

Em 2004 a variação do PIB foi de 5,71%, a maior em um período de dez anos e uma reação frente a que foi registrada em 2003, quando se alcançou a segunda pior marca do mesmo período, 1,2%.

No contexto internacional, entretanto, este desempenho foi suficiente apenas para o país ocupar a 65ª posição entre os 150 países emergentes e em desenvolvimento acompanhados pelo FMI, e atrás de China, Índia, Rússia, Chile e Argentina.

TABELA 5 – PRODUTO INTERNO BRUTO – VARIAÇÃO REAL ANUAL

Ano	Variação %
1994	5,3
1995	4,4
1996	2,2
1997	3,4
1998	0,0
1999	0,3
2000	4,3
2001	1,3
2002	2,7
2003	1,2
2004	5,7
2005	3,2
2006	3,7

Fonte: IPEADATA - Comentário: Fontes: Para 1992-1995: Sistema de Contas Nacionais Trimestrais Referência 2000 (dados oriundos do banco Sidra). Para 2006: resultados preliminares estimados a partir das Contas Nacionais Trimestrais Referência 2000. Obs.: Valor adicionado a preços básicos, em volume a preços do ano anterior.

O resultado da balança comercial, por sua vez, refletiu o bom desempenho das exportações, que ultrapassaram pela primeira vez a barreira dos US\$ 100,0 bilhões em 2005.

TABELA 6 – BALANÇA COMERCIAL – IMPORTAÇÕES E EXPORTAÇÕES – FOB (US\$/MILHÕES)

Ano	Importações (FOB)	Exportações (FOB)	Saldo
1994	33.078,69	43.545,16	10.466,47
1995	49.971,90	46.506,28	-3.465,62
1996	53.345,77	47.746,73	-5.599,04
1997	59.747,23	52.994,34	-6.752,89
1998	57.714,36	51.139,86	-6.574,50
1999	49.210,31	48.011,45	-1.198,87
2000	55.783,34	55.085,60	-697,748
2001	55.572,18	58.222,64	2.650,47
2002	47.240,49	60.361,79	13.121,30
2003	48.290,22	73.084,14	24.793,92
2004	62.834,70	96.475,24	33.640,54
2005	73.605,51	118.308,39	44.702,88
2006	91.349,56	137.807,47	46.457,91

Fonte: IPEADATA

Em 2006 foi registrado um saldo recorde de US\$ 46,5 bilhões, colaborando, inclusive, para o resultado positivo do principal indicador de solvência externa, medido pela relação das exportações com a dívida externa líquida que, no mesmo ano, apresentou seu menor nível (0,5).

TABELA 7 – DÍVIDA EXTERNA TOTAL LÍQUIDA / EXPORTAÇÕES – RAZÃO – TRIMESTRAL – 4º TRIMESTRE DE CADA ANO

Ano	Razão
1994	1,90
1995	1,90
1996	2,00
1997	2,30
1998	3,20
1999	3,60
2000	3,10
2001	2,80
2002	2,70
2003	2,10
2004	1,40
2005	0,90
2006	0,50

Fonte: Banco Central do Brasil

Números igualmente favoráveis foram obtidos no campo do superávit primário do setor público, mantido em patamar superior a 4% entre 2003 e 2006 e na redução da dívida líquida do setor público de um recorde de 57,2% do PIB em 2002 para uma estabilização em torno de 51%.

No campo da inflação, as taxas foram mantidas sob controle e seguiram a trajetória descendente iniciada com o plano de estabilização de 1994. No mesmo período, os juros medidos pela taxa Selic também seguiram a trajetória descendente, com exceção dos momentos de volatilidade criados pela crise asiática de 1997 e pela crise russa de 1998, além da que foi atribuída às expectativas criadas com o resultado da eleição presidencial no Brasil

em 2002, registrando 13,2% a.a. em dezembro de 2006, contra 49,9%a.a. no mesmo mês de 1994³³.

TABELA 8 – INFLAÇÃO - VARIAÇÃO ANUAL

Ano	IPC (FIPE) %	IGP-DI %
1994	941,25	1.093,85
1995	23,17	14,77
1996	10,03	9,33
1997	4,83	7,48
1998	(1,80)	1,71
1999	8,63	19,99
2000	4,38	9,80
2001	7,13	10,40
2002	9,90	26,41
2003	8,18	7,66
2004	6,56	12,13
2005	4,53	1,23
2006	2,55	3,8

Fonte: IPEADATA

Neste cenário, as operações de crédito do sistema financeiro registraram em junho de 2007 sua maior participação no PIB desde janeiro de 1995, com 32,2%³⁴, acompanhadas da redução do spread entre as taxas de juros de aplicação e a de captação do mercado³⁵.

³³ Banco Central - Taxa de juros - Selic anualizada base 252 - % a.a.

³⁴ Conforme dados da Fundação Getúlio Vargas e do IBGE, disponíveis em www.Ipeadata.gov.br e do Banco Central do Brasil, disponível em www.bcb.gov.br.

³⁵ Spread Médio nas Operações de Crédito a Taxas Pré-Fixadas - Recursos Livres: Refere-se ao diferencial entre as taxas de juros consolidadas das operações de crédito, contempladas na Circular 2.957/1999, e os custos de captação. Excluem-se as operações de crédito rural, de repasses do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social ou quaisquer outras lastreadas em recursos compulsórios ou governamentais. O agrupamento pessoa jurídica compreende as modalidades de hot money, desconto de duplicatas, desconto de notas promissórias, capital de giro, conta garantida, aquisição de bens, vendor. O grupo pessoas físicas compreende cheque especial, crédito pessoal, aquisição de bens-veículos e outros bens. Fonte: Banco Central do Brasil.

GRÁFICO 1 – OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO EM RELAÇÃO AO PIB - % – JULHO DE 1994 A JUNHO DE 2007

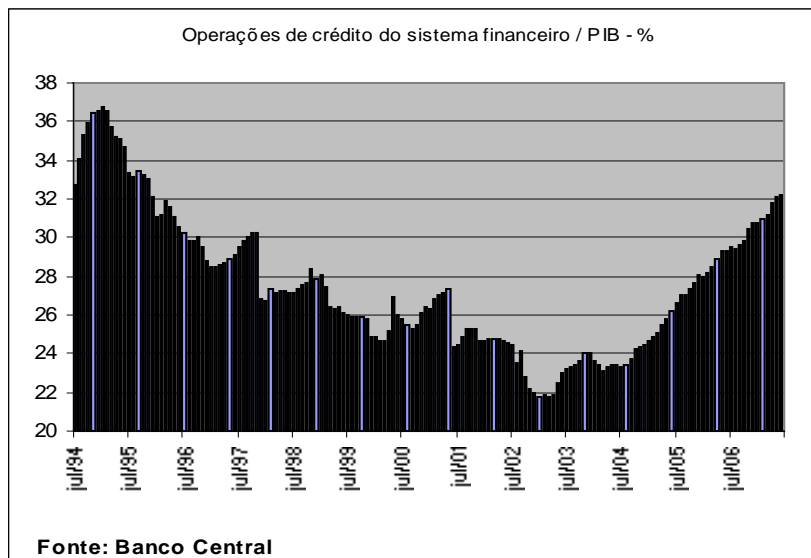
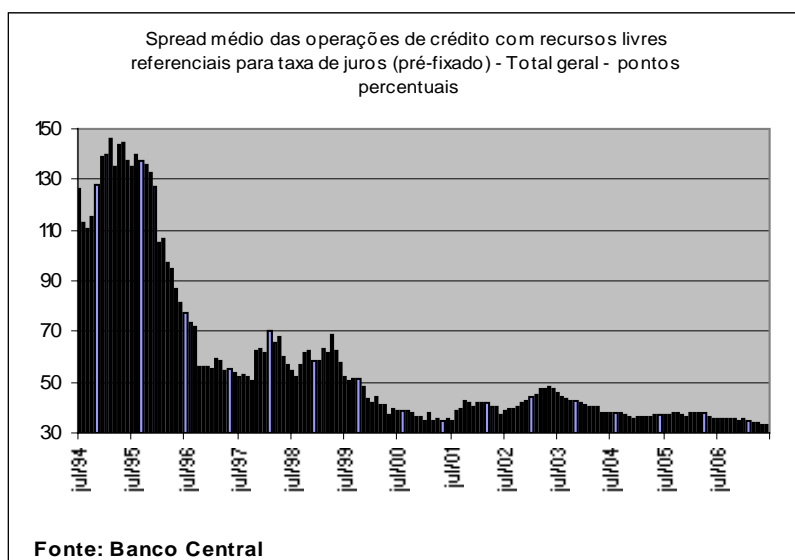


GRÁFICO 2 – SPREAD MÉDIO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO COM RECURSOS LIVRES REFERENCIAIS PARA TAXA DE JUROS (PRÉ-FIXADO) - TOTAL GERAL - PONTOS PERCENTUAIS – JULHO DE 1994 A JUNHO DE 2007



De acordo com a avaliação do governo, o compromisso com a estabilidade, a redução da vulnerabilidade externa e a melhora das finanças públicas foram decisivos para a redução na percepção de risco do país, medida tanto pelo principal indicador do mercado, calculado

pelo Banco J.P. Morgan, quanto pelas principais agências de *rating*, colocando o Brasil muito próximo da classificação de grau de investimento. (Mantega, 2006).

Desde setembro de 2002, quando a instabilidade registrada no mercado financeiro com as expectativas criadas com o resultado da eleição presidencial de 2002 atingiu seu ponto máximo, o indicador de risco do Banco J. P. Morgam foi sendo reduzido sistematicamente dos 2.400 pontos daquele mês para um patamar de 200 pontos, registrado em junho de 2007.

3.3 MUDANÇAS INSTITUCIONAIS NO MERCADO

3.3.1. OS SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM

No decorrer do processo de avaliação do comportamento do mercado de ações no Brasil desde sua recuperação em 2003, destacaram-se as ofertas públicas de ações iniciadas em 2004, especialmente as que envolveram a abertura de capital de empresas que optaram por listar suas ações no Novo Mercado, um dos três segmentos diferenciados de listagem da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), criados em dezembro de 2000, nos quais são exigidas práticas de governança corporativas adicionais àquelas relacionadas na legislação. De acordo com a Bovespa:

“...os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance.

A premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência,

aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação.”³⁶

No quadro a seguir, encontram-se as principais características de cada um dos segmentos especiais de listagem da Bovespa, comparados com o segmento tradicional:

QUADRO 2 – SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM DA BOVESPA - CARACTERÍSTICAS PRINCIPAIS³⁷

Característica	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: Bovespa

³⁶ Ver www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercado

³⁷ *idem*

Na adesão a estes segmentos diferenciados de listagem, as companhias abertas, seus administradores, conselheiros e acionistas controladores firmam um contrato com Bovespa no qual assumem o compromisso de cumprir os requisitos de cada um.

No Nível 1, por exemplo, o regulamento estabelece que, além das obrigações estabelecidas pela legislação, a companhia deve observar as seguintes exigências³⁸:

- *“Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas a CVM e a Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;*
- *Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas a CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa;*
- *Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas a CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;*
- *Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;*
- *Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.;*
- *Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;*
- *Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;*
- *Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;*
- *Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.”*

Em 2001, ano em que foram registradas as primeiras adesões a este segmento, empresas como Bradesco, Itaú, Gerdau, Sadia, Unibanco e Votorantim, em um total de treze

companhias abertas assinaram o contrato para listar suas ações no Nível 1. Em junho de 2007 este segmento já contava com um total de 38 empresas.

As empresas listadas no Nível 2, por sua vez, assumem o compromisso de cumprir as regras do Nível 1, além de regras adicionais relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários, inclusive aprovando parte delas em assembléia de acionistas e incluindo-as no estatuto social. As obrigações adicionais à legislação são as seguintes:³⁹

- *“Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP;*
- *Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;*
- *Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral;*
- *Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (tag along);*
- *Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;*
- *Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.”*

A Câmara de Arbitragem resulta das disposições contidas na Lei 9.307/96, a Lei da Arbitragem, que estabelece em suas disposições gerais que:

“...Art. 1º As pessoas capazes de contratar poderão valer-se da arbitragem para dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis. Art. 2º A arbitragem poderá ser de direito ou de equidade, a critério das partes. § 1º Poderão as partes escolher, livremente, as regras de direito que serão aplicadas na arbitragem, desde que não haja violação aos bons costumes e à ordem pública. § 2º Poderão, também, as partes

³⁸ Em relação às definições sobre os segmentos diferenciados da Bovespa, ver www.bovespa.com.br, no link empresas/governançacorporativa.

³⁹ Disponível em www.bovespa.com.br

*convencionar que a arbitragem se realize com base nos princípios gerais de direito, nos usos e costumes e nas regras internacionais de comércio.”*⁴⁰

Inicialmente foi criado pela Bovespa um fórum para solucionar eventuais conflitos envolvendo as companhias listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa. Atualmente, além das companhias que aderem à Câmara de Arbitragem por força dos compromissos assumidos no Nível 2 e, como veremos, no Novo Mercado, é possível sua utilização por qualquer interessado em resolver disputas relativas a questões societárias ou ao mercado de capitais.⁴¹

As primeiras adesões ao Nível 2 somente ocorreram em 2002 com a Celesc, a empresa de energia elétrica de Santa Catarina, a Net Serviços de Comunicação S.A. e a Marcopolo S.A.. Em junho de 2007 este segmento já contava com um total de 15 empresas.

Em relação ao terceiro nível de governança corporativa, o Novo Mercado, que conta com o maior nível de exigências, destaca-se a obrigação do capital social da companhia possuir apenas ações ordinárias, além das relacionadas a seguir que, da mesma forma que as do Nível 2 devem, quando assim indicado, ser aprovadas em assembléia de acionistas e incluídas no estatuto social:⁴²

- *“Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (tag along);*
- *Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;*
- *Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;*
- *Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas a CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais –*

⁴⁰ Disponível em www.planalto.gov.br

⁴¹ A este respeito ver informações em www.camaradomercado.com.br.

⁴² Disponível em www.bovespa.com.br

entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;

- *Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas a CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa;*
- *Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP;*
- *Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas a CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;*
- *Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;*
- *Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.;*
- *Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;*
- *Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;*
- *Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;*
- *Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;*
- *Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.”*

Da mesma forma que o Nível 2, as primeiras adesões ao Novo Mercado somente ocorreram em 2002, com a Companhia de Concessões Rodoviárias e a SABESP, a companhia de saneamento básico do estado de São Paulo. Em junho de 2007 este segmento já contava com um total de 69 empresas.

3.3.2 A CONSOLIDAÇÃO DAS BOLSAS EM UM ÚNICO CENTRO DE NEGOCIAÇÃO

Um fator relevante para o mercado de ações, justamente pelo impacto positivo em relação ao aspecto de liquidez e de custo para as sociedades corretoras, foi a integração das bolsas em um único centro de negociação, a partir de discussões iniciadas em 1998.

No relatório anual de 2001 da Bovespa, encontra-se definido como objetivo destas discussões a concentração da negociação em um único centro de liquidez, transformando as corretoras membros das demais bolsas de valores em membros da Bovespa, com redução de custos, aumento de eficiência operacional das instituições participantes, criação de um efetivo mercado nacional e permitindo maior competitividade para as próprias bolsas e para as corretoras.

O primeiro memorando de entendimento foi assinado com a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - BVRJ no início de 2000, no qual foi acordado que a Bovespa seria responsável pela administração do mercado secundário de ações e de títulos de dívida, enquanto a BVRJ seria responsável pelo mercado secundário de títulos públicos. Às corretoras membros, por sua vez, foi garantido o acesso aos dois mercados.

Após os entendimentos mantidos com a bolsa do Rio de Janeiro, foram assinados acordos com as demais bolsas regionais, mantidas as suas estruturas, as quais passaram a ser responsáveis pelo desenvolvimento e promoção do mercado de ações em suas regiões, com ênfase na organização de programas educacionais e de treinamento.

O processo de integração das bolsas de valores de São Paulo, do Rio de Janeiro, de Minas-Espírito Santo-Brasília, do Extremo Sul, de Santos, da Bahia-Sergipe-Alagoas, de Pernambuco e Paraíba, Paraná, Regional e Santos foi completado em agosto de 2000, centralizando na Bovespa a negociação e na CBLC a compensação, liquidação e custódia.

3.4 APRIMORAMENTO DO MARCO REGULATÓRIO

Em qualquer sistema financeiro, o marco regulatório ocupa posição central, por se constituir como base para o ordenamento e desenvolvimento dos negócios e das atividades de seus participantes.

No mercado de ações brasileiro esta base está refletida principalmente na Lei nº 6.404 de 15/12/1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, na Lei nº 6.385, de 7/12/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, e nas normas estabelecidas pela CVM.

Ao longo dos últimos anos, este conjunto de leis e normas foi sendo alterado de modo a refletir a evolução do mercado nacional, sendo que a reformulação promovida com a promulgação da Lei nº 10.303 de 31/10/2001 foi considerada uma das alterações mais relevantes ao alterar e acrescentar dispositivos na Lei nº 6.404, também promoveu alterações importantes na Lei 6.385.

No que ficou conhecido como “Reforma da Lei das Sociedades Anônimas”, destacaram-se especialmente os artigos 4º, parágrafos 4º e 5º, 4º-A e 254-A. O primeiro tratou da necessidade de realização de oferta pública para o fechamento de capital de companhia aberta:

“...Art. 4o Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1o

§ 2o

§ 3o

§ 4o O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do

valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4o-A. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 5o Terminado o prazo da oferta pública fixado na regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários, se remanescerem em circulação menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia, a assembléia-geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta de que trata o § 4o, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate, não se aplicando, nesse caso, o disposto no § 6o do art. 44. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 6o

Art. 4o-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembléia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4o do art. 4o. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)...”⁴³

O artigo 254-A, por sua vez, marcou o retorno da oferta pública obrigatória para os titulares de ações com direito a voto quando da alienação de controle de companhia aberta, revogado pela Lei nº 9.457, de 1997, estabelecendo o percentual de 80% do preço pago por ação integrante do bloco de controle:

“...Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1o Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 2o A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 3o Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 4o O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de

⁴³ disponível em www.presidencia.gov.br/legislacao/

um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)...”⁴⁴

A CVM ainda destaca como importantes alterações na Lei das Sociedades Anônimas:

- a nova proporção entre ações ordinárias e preferenciais - a nova redação do parágrafo 2º do artigo 15 estabeleceu que “...o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas...”, em comparação com os 75% da redação anterior;
- a alteração no regime de preferências e vantagens das ações preferenciais, que consta no artigo 17;
- o reforço da disciplina relativa aos acordos de acionistas, que consta no artigo 118, parágrafos 6º a 11 do; e
- os direitos atribuídos aos minoritários para eleição de representante no conselho de administração e no conselho fiscal, dispostos no artigo 141, parágrafos 4º a 8º e no artigo 161, parágrafo 4º.

A CVM descreve como um dos principais objetivos da reforma de 2001 o fortalecimento dos direitos das minorias acionárias e destaca, nas aberturas de capital a partir de 2004, o fato da maioria das empresas ter inserido em seus estatutos, voluntariamente, dispositivos ainda mais positivos para os minoritários, em uma referência aos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado).

⁴⁴ Idem.

A Lei nº 10.303 de 31/10/2001, como já foi observado, também promoveu alterações importantes na Lei 6.385, que também sofreu os efeitos do Decreto nº 3.995, da mesma data, e da Lei 10.411, de 26/02/2002.

Nestas alterações, a CVM passou de uma entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda a uma “*entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.*”⁴⁵.

A Lei 10.411 também estabeleceu um mandato de 5 anos para os dirigentes da CVM, vedou a recondução ao cargo e determinou a renovação anual de um quinto dos membros do Colegiado⁴⁶.

Além dos poderes ampliados pela nova regulamentação, no que se refere ao aspecto de fiscalização e punição de desvios de conduta, passaram a ser considerados crimes contra o mercado de capitais a manipulação de mercado, o uso de informação privilegiada e o exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função sem a competente autorização.

No combate aos ilícitos, o intercâmbio de informações que já era autorizado entre o Banco Central, a CVM e a Secretaria da Receita Federal foi ampliado com a inclusão da Secretaria de Previdência Complementar e a Superintendência de Seguros Privados

No campo da normatização dos valores mobiliários, a CVM introduziu avanços importantes para o desenvolvimento do mercado de ações por intermédio de suas instruções, as quais consubstanciam os atos através dos quais regulamenta, com abrangência da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas pelas leis 6385/76 e 6404/76.

⁴⁵ Artigo 5º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, com a redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002

⁴⁶ A Comissão de Valores Mobiliários é administrada por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, e funciona como órgão de deliberação colegiada (artigo 6º, parágrafo 7º da Lei nº 6.385).

Na avaliação de Cantidiano (2005), ex-presidente da CVM, na consecução de seus objetivos de regular e desenvolver o mercado de valores mobiliários, o órgão regulador optou, desde sua origem, pelo modelo da livre iniciativa e da economia de mercado, baseado na confiabilidade dos participantes, no tratamento equitativo, com atenção especial aos investidores individuais por serem desprovidos de poder econômico e de organização, na eficiência do mercado e na competição.

Especificamente em relação ao desenvolvimento do marco regulatório, Cantidiano (2005) destaca, entre outras, como principais contribuições da CVM para o desenvolvimento do mercado as seguintes instruções⁴⁷:

- Instrução 308, de 14.05.1999, que dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, e define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes;
- Instrução 358, de 03.01.2002, que dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado;
- Instrução 361, de 05.03.2002, que dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por

⁴⁷ Textos originais, extraídos do site www.cvm.gov.br

alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários;

- Instrução 372, de 28.06.2002, que dispõe sobre o adiamento de Assembléia Geral e a interrupção da fluência do prazo de sua convocação;
- Instrução 384, de 17.03.2003, que dispõe sobre a atividade de formador de mercado para valores mobiliários em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado;
- Instrução 388, de 30.04.2003, que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e estabelece condições para seu exercício;
- Instrução 391, de 16.07.2003; que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações;
- Instrução 400, de 29.12.2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário; e
- Instrução 409 de 18.08.2004, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

Estas ações foram importantes na opinião de Cantidiano (2005) por tratarem do aperfeiçoamento do marco regulatório em questões como: o conflito de interesse na atividade de auditoria independente (308); a divulgação de fatos relevantes pelas empresas (358); os procedimentos a serem adotados em ofertas públicas (361), uma reinvidicação específica dos investidores estrangeiros; a possibilidade de suspender a convocação de uma assembléia para solicitação de avaliação de seu conteúdo pela CVM (372); a criação da figura do formador de

mercado como veículo importante do aprimoramento da liquidez dos ativos nos mercados secundários (384); o avanço da regulamentação dos fundos de *private equity*, antes em funcionamento com base em adaptações das regras de fundos de ações (391).

Cantidiano (2005) ainda destaca a edição da instrução 400 pela modernização implementada nos procedimentos de oferta inicial de ações (IPO), tais como:

*“prospecção de potenciais investidores e de coleta de intenções de investimento; o registro de programa de emissão, válidos por dois anos, que permite ao emissor aproveitar oportunidades de mercado; a possibilidade de dispensa de registro ou de alguns dos requisitos exigidos; a distribuição parcial da emissão e a oferta de lote suplementar, quando a demanda for maior que o lote inicialmente ofertado; e a adoção de padrão internacional para elaboração de prospecto, com melhor definição das atribuições e responsabilidades dos intermediários”*⁴⁸.

Da mesma forma, lembra a importância da edição da instrução 409, regulamentando a parcela mais expressiva da indústria de fundos de investimento que, além de flexibilizar regras, procurou assegurar maior proteção aos investidores.

3.5 MUDANÇAS NA DEMANDA POR AÇÕES

Desde 2003 foram registradas alterações relevantes na participação dos investidores, em especial das pessoas físicas, cuja participação elevou-se de 20% do volume financeiro negociado em 2000 para 23% em junho de 2007, dos investidores estrangeiros que, em igual período, evoluiu de 22% para 34,5%, e dos institucionais, de 16% para 28,5%.

Estas novas posições foram conquistadas principalmente com a redução da participação das tesourarias das instituições financeiras, que passaram a responder por 11,4% do volume total no final do primeiro semestre de 2007 contra 37% em 2000.

⁴⁸ Cantidiano (2005), pag. 221.

Um aspecto particularmente importante desses números diz respeito às pessoas físicas, considerando a ausência histórica da cultura de investimento em ações por parte dos brasileiros, por décadas acostumados ao direcionamento de suas reservas para o mercado de renda fixa.

De acordo com os dados disponibilizados até 2005 pela Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC, a empresa responsável pelos serviços de custódia, compensação, liquidação e gerenciamento de riscos das operações realizadas na Bovespa, o número de contas ativas, ou seja, com saldo de ativos, mais que dobrou entre 2000 e 2005, atingindo 155.183 pessoas físicas.

TABELA 9 – CONTAS ATIVAS DE PESSOAS FÍSICAS NA CBLC

Ano	Quantidade De Contas
2000	76.607
2001	75.003
2002	85.249
2003	85.478
2004	116.914
2005	155.183

Fonte: Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC

Esta evolução é especialmente destacada no biênio 2004/2005, conforme se observa na tabela acima, quando a CBLC registrou um crescimento de 37% em 2004 e de 33% em 2005, sendo grande parte devido à participação dos investidores nas ofertas públicas que ocorreram neste período.

De fato, um estudo da CBLC relativo as 31 ofertas públicas do período compreendido entre janeiro de 2004 e novembro de 2005, mostram que uma característica importante destas operações foi a pulverização.

Os investidores de varejo⁴⁹, pessoas físicas incluídas, representaram 90% dos 128.822 participantes, para os quais foram alocados R\$ 1,6 bilhão de um total de R\$ 21,2 bilhões em ações colocadas no mercado, sendo R\$ 7,5 bilhões em ofertas primárias e R\$ 13,7 bilhões em ofertas secundárias.

Na avaliação da CBLC, a disposição para investimento era maior, já que a reserva média pelas ações ofertadas foi 81% superior ao efetivamente alocado após os processos de rateio, que ocorrem quando a quantidade de ações correspondente à totalidade dos pedidos de reserva supera o montante de ações objeto da oferta.

Os investidores pessoas físicas que detinham ações sob custódia da CBLC em 2005, assim, correspondiam a 0,08% da população residente no país, estimada em 184 milhões de habitantes, de acordo com os dados do mesmo ano do IBGE, um número ainda muito distante de economias que já incorporaram o conceito de investimento no mercado de ações, como a dos Estados Unidos.

Naquele país, de acordo com um estudo realizado em 1998 pela Bolsa de Nova Iorque, e atualizado em 2000, com o objetivo de estimar o número de pessoas que detém ações, foram identificados 84 milhões de acionistas, sendo que em torno de 40% destes, ou seja 33,6 milhões, possuíam ações diretamente, representando 12 % da população americana.

Outros dados relevantes do mercado americano, se em alguma medida puderem antecipar o futuro do mercado brasileiro, constou da pesquisa realizada em 2005 pelo Investment Company Institute, cujos membros possuíam ativos de aproximadamente U\$8,4

⁴⁹ O público alvo das ofertas é dividido em dois grupos. O grupo de investidores não-institucionais ou de varejo, residentes no Brasil, é composto por pessoas físicas, jurídicas e clubes de investimento registrados na Bovespa, para os quais são estabelecidos valores mínimos e máximos de investimento (por. Ex.: entre R\$3.000,00 e R\$300.000,00 na oferta pública da empresa Universo Online S/A – UOL, , realizada entre novembro e dezembro de 2005). O grupo de investidores institucionais é composto por pessoas físicas, jurídicas, clubes de investimento e outras entidades que cujas reservas excedam o limite de aplicação estabelecido na oferta ao grupo anterior, além de fundos de investimento, fundos de pensão, entidades administradoras de recursos de terceiros registradas na CVM, entidades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, seguradoras, entidades de previdência privada e de capitalização, investidores estrangeiros e outros investidores institucionais.

trilhões naquele ano, em conjunto com a Securities Industry Association, responsável por receitas globais, em 2004, de US\$ 340 bilhões.

Nesta pesquisa constatou-se que na metade dos lares americanos, em torno de 57 milhões de unidades, parte dos investimentos estava em ações. Diretamente, em aproximadamente 50% dos casos, ou via fundos mútuos, em 90% destas unidades, registrando um crescimento expressivo em relação aos números de 1983, quando apenas uma em cada cinco unidades registrava este tipo de investimento.

Atribui-se este desempenho principalmente aos planos de aposentadoria, mas destaca-se que 75% das unidades que possuíam ações o faziam também fora destes planos, neste último caso, com a assessoria de consultores de investimento.

A pesquisa indicou que dois terços dos investidores que utilizaram esses profissionais nos últimos cinco anos confiaram em um consultor para orientá-lo em suas aplicações, geralmente uma corretora de valores ou um consultor independente, o que nos permitiria avaliar a importância do desenvolvimento contínuo das instituições e profissionais da área de investimento no atendimento deste público.

No Brasil, os números da participação de investidores no mercado de ações, apesar de quantitativamente não relevantes se comparados com economias desenvolvidas, podem retratar, no mínimo, uma importante sinalização de mudança.

Ainda em relação às pessoas físicas no Brasil, no período compreendido entre 2000 e junho de 2007, observou-se um crescimento expressivo da utilização de clubes de investimento como veículo de acesso ao mercado de ações, devido em grande parte à política de popularização dos conceitos do mercado desenvolvida pela Bovespa mais intensamente a partir de 2002.

Os investidores não-institucionais ou de varejo não participam na definição do preço de distribuição, que é fixado após a finalização do procedimento de coleta de intenções de investimento (*bookbuilding*), nos termos do artigo 170 da Lei nº 6.404/1976 e do artigo 44 da Instrução nº400/2003 da CVM.

O clube de investimento, cuja constituição e funcionamento encontram-se regulados pela instrução nº 40/1984 da CVM e pelas resoluções 303/2005 e 320/2006 do Conselho de Administração da Bovespa, é um condomínio formado exclusivamente por pessoas físicas para a aplicação de recursos próprios em títulos e valores mobiliários.

Esta forma de acesso ao mercado de ações é especialmente importante para a participação das pessoas físicas por contar com uma estrutura mais simples e com custos menores que um fundo de ações e, principalmente, por permitir a participação direta dos membros do clube na gestão de seus recursos, tornando-se um centro de educação de investidores.

Nos registros da National Association of Investors Corporation – NAIC, uma associação americana fundada em 1951 e destinada a prover programas de educação e suporte para ajudar a criação de investidores de longo prazo, o clube de investimento mais antigo iniciou suas operações em 1898, no Texas. A NAIC hoje conta com 16.174 clubes de investimento com uma carteira total de US\$ 1,4 bilhão⁵⁰.

Nos termos da regulamentação brasileira em vigor, os recursos dos clubes de investimento devem ser investidos, no mínimo, 51% em ações e/ou bônus de subscrição e/ou debêntures conversíveis em ações de emissão de companhias abertas adquiridas em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado ou durante período de distribuição pública, ou ainda, adquiridas de empresas em processo de privatização. O saldo dos recursos pode ser direcionado para títulos de renda fixa, entre outros.

Em junho de 2007, encontravam-se registrados na Bovespa 1.872 clubes, um número 394% superior ao de dezembro de 2000, com um patrimônio líquido de R\$ 12,8 bilhões e 143.914 cotistas.

⁵⁰ Dados disponíveis em www.better-investing.org

TABELA 10 – CLUBES DE INVESTIMENTO REGISTRADOS NA BOVESPA⁵¹

Período	Quantidade de Clubes	Quantidade de Cotistas	Patrimônio Líquido em R\$/mil
Dez 2000	379	115.087	1.269.132
Dez 2001	457	140.692	1.413.287
Dez 2002	473	139.524	1.404.918
Dez 2003	755	113.028	3.977.201
Dez 2004	1.016	107.946	5.726.198
Dez 2005	1.323	112.306	6.994.751
Dez 2006	1.631	131.969	9.646.499
Jun 2007	1.872	143.914	12.823.355

Fonte: Bovespa

Em relação aos estrangeiros e institucionais, foi registrado um incremento expressivo destes investidores no mercado, cuja participação é especialmente importante pelo caráter de longo prazo de seus investimentos, e pela qualidade que exigem, já que se tratam de investidores com gestão qualificada e com alto grau de exigência em relação aos mercados que participam, inclusive demandando níveis diferenciados de atendimento e especialização dos profissionais que os atendem e dos próprios emissores de ativos que adquirem para suas carteiras.

Nos números apresentados pela CBLC em relação às colocações realizadas entre 2004 e 2005, estes investidores foram participantes de destaque, sendo responsáveis por 88% do volume total alocado.

A participação das ações de empresas cotadas na Bovespa em junho de 2007 representava 77% dos US\$ 153,6 bilhões que estes investidores mantinham em suas carteiras de ativos brasileiros, conforme os registros da CVM relativos às aplicações de investidores

⁵¹ O artigo 3º da Instrução CVM Nº 40 estabelece que “O Clube de Investimento deverá registrar-se, previamente, em Bolsa de Valores, mediante o arquivamento de seu estatuto, através da instituição a que estiver vinculado”.

não residentes nos mercados financeiro e de capitais⁵², os quais também demonstram o incremento significativo no valor destas carteiras, especialmente a partir de 2003, conforme se observa na tabela a seguir.

TABELA 11 – INVESTIDOR NÃO RESIDENTE – VALOR DA CARTEIRA – EM US\$ / BILHÕES

Período	Valor da Carteira
dez/00	18,53
dez/01	15,50
dez/02	10,40
dez/03	20,12
dez/04	29,07
dez/05	53,44
dez/06	101,60
jun/07	153,61

Fonte: CVM

A participação mais ativa dos investidores estrangeiros no mercado de ações nacional também ficou clara a partir da análise do fluxo de recursos movimentados na Bovespa, demonstrada na tabela 12. Entre compras e vendas, este fluxo alcançou US\$ 38,7 bilhões em junho de 2007, número 741% superior ao registrado em dezembro de 1999, mês anterior à resolução do Conselho Monetário Nacional de janeiro de 2000 que passou a disciplinar estes investimentos⁵³.

⁵² Tais aplicações são disciplinadas pelas disposições estabelecidas na Resolução 2.689, do Conselho Monetário Nacional, de 26/ 01/ 2000 e normas complementares da CVM, especialmente as instruções nº 325, de 27/01/2000, e nº 419, de 02/05/2005.

⁵³ Ver nota 6

3.6 AMPLIAÇÃO DA OFERTA: MUDANÇAS NA ATITUDE DAS EMPRESAS

A partir de 2004 o mercado de ações apresentou um resultado positivo tanto do ponto de vista quantitativo quanto do ponto de vista qualitativo. Dentre todos os números apresentados pelo mercado, contudo, o de ofertas públicas iniciais, mais conhecidas pela sigla em inglês IPO (*initial public offering*), e o relativo à adesão aos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), foram os mais significativos.

TABELA 12 – INVESTIDOR NÃO RESIDENTE – FLUXOS DE RECURSOS MOVIMENTADOS NA BOVESPA – EM US\$ / MILHÕES

Período	Compras	Vendas	Total
dez/00	1.330,31	1.542,38	2.872,69
dez/01	1.490,99	1.496,72	2.987,71
dez/02	759,69	631,26	1.390,95
dez/03	2.226,28	1.782,59	4.008,87
dez/04	3.402,58	3.021,63	6.424,21
dez/05	5.611,23	4.967,70	10.578,93
dez/06	9.746,28	9.253,17	18.999,45
jun/07	18.800,44	19.878,78	38.679,22

Fonte: Bovespa

Em 2004, sete novas empresas abriram seu capital, das quais cinco optaram pela listagem de suas ações no Novo Mercado e duas no Nível 2 de governança corporativa, sendo responsáveis pela captação de R\$4,5 bilhões, divididos em ofertas mistas (5 casos), nas quais são realizadas ofertas primárias e secundárias, e ofertas exclusivamente secundárias (2 casos).

QUADRO 3 – ABERTURAS DE CAPITAL EM 2004 – SEGMENTO DE LISTAGEM, NATUREZA DA OFERTA E VOLUME FINANCEIRO MOVIMENTADO

Empresa	Segmento de Listagem	Natureza da Oferta	Volume R\$ / Milhões
Porto Seguro	Novo Mercado	Mista	377,3
DASA	Novo Mercado	Mista	437,4
Grendene	Novo Mercado	Secundária	616,9
CPFL Energia	Novo Mercado	Mista	820,9
ALL Amer Lat	Nível 2	Mista	588,2
Gol	Nível 2	Mista	878,1
Natura	Novo Mercado	Secundária	768,1
Total			4.487,1

Fonte: Bovespa e CBLC

Estas ofertas iniciais envolveram em média mais de cinco mil investidores de varejo (pessoas físicas e clubes de investimento) - destaque para o IPO da Gol, com a participação de mais de doze mil investidores -, responsáveis por uma participação de 11,8% no volume ofertado pelas empresas, ou R\$ 530 milhões, além de contarem com a participação expressiva de investidores estrangeiros, que foram responsáveis pela aquisição de quase 70%, seguidos por investidores institucionais com 18,5%.

Foram registradas, ainda, as aberturas de capital de empresas cujos setores de atuação ainda não contavam com representantes no mercado secundário ou possuíam representantes de pouca expressão.

Nestas situações temos a Natura, do setor de produtos de uso pessoal, a Gol – Linhas Aéreas Inteligentes em um setor que até então contava apenas com a Varig, a ALL, isolada no segmento de logística, apesar de possuir seus pares no setor de transporte ferroviário, e a DASA – Diagnósticos da América, única representante do setor de serviços médicos hospitalares, análises e diagnósticos.

Adicionalmente, outras cinco empresas já listadas na Bovespa aproveitaram o que se convencionou chamar de “janela de oportunidade”⁵⁴, para promoverem ofertas públicas de ações envolvendo um volume de R\$2,8 bilhões.

Em 2005 o número de empresas que abriram o capital foi 29% superior ao ano anterior, com nove novas companhias. Destas, sete optaram pela listagem de suas ações no Novo Mercado e duas no Nível 2 de governança corporativa, sendo responsáveis pela captação de R\$5,4 bilhões, 21% maior que o volume de 2004, divididos em ofertas mistas (5 casos), nas quais são realizadas ofertas primárias e secundárias, ofertas exclusivamente secundárias (2 casos) e ofertas exclusivamente primárias (2 casos).

QUADRO 4 – ABERTURAS DE CAPITAL EM 2005 – SEGMENTO DE LISTAGEM, NATUREZA DA OFERTA E VOLUME FINANCEIRO MOVIMENTADO

Empresa	Segmento de Listagem	Natureza da Oferta	Volume R\$ / Milhões
UOL	Nível 2	Mista	624,7
Cosan	Novo Mercado	Primária	885,8
Nossa Caixa	Novo Mercado	Secundária	954,0
OHL Brasil	Novo Mercado	Mista	496,0
Energias BR	Novo Mercado	Mista	1.184,7
TAM S/A	Nível 2	Mista	548,5
Localiza	Novo Mercado	Secundária	264,8
Submarino	Novo Mercado	Mista	472,9
Renar	Novo Mercado	Primária	16,0
Total			5.447,3

Fonte: Bovespa e CBLIC

As ofertas iniciais de 2005 envolveram em média mais de quatro mil e trezentos investidores de varejo (pessoas físicas e clubes de investimento) - destaque para o IPO da UOL, com a participação de mais de quatorze mil investidores -, responsáveis por uma participação de 7,4% no volume ofertado pelas empresas, ou R\$ 386,9 milhões, além de

⁵⁴ Jargão utilizado pelos profissionais do mercado de capitais para indicar um momento no qual liquidez e

contarem, da mesma forma que no ano anterior, com a participação expressiva de investidores estrangeiros que foram responsáveis pela aquisição de 71%, seguidos por investidores institucionais com 21,6%.

Aberturas de capital de empresas de setores que ainda não contavam com representantes negociados no mercado secundário ou possuíam representantes de pouca expressão, mais uma vez, foram registradas, tais como a Localiza, do setor de aluguel de carros, a UOL, no segmento de programas e serviços, com a atividade principal de provedor de acesso às redes de telecomunicações, e a TAM, aumentando a participação de um setor que tinha registrado a estréia da Gol no ano anterior.

Em 2006 foram 24 empresas que abriram o capital (quadro 5), superando em 167% o ano anterior. Destas, duas são empresas estrangeiras, dezenove optaram pela listagem de suas ações no Novo Mercado e três no Nível 2 de governança corporativa, responsáveis em conjunto pela captação de R\$13,9 bilhões, 156% maior que o volume de 2005, divididos em ofertas mistas (14 casos), ofertas secundárias (4 casos) e ofertas primárias (6 casos).

As ofertas iniciais de 2006 envolveram em média mais de sete mil e novecentas investidores de varejo (pessoas físicas e clubes de investimento) - destaque para o IPO da Positivo Informática, com a participação de quase dezenove mil investidores, para aberturas de capital de empresas do setor de construção civil e de setores que ainda não contavam com representantes negociados no mercado secundário (ex.: processamento de cartões e de planos odontológicos) e para os emissores estrangeiros via *Brazilian Depositary Receipts* – BDRs⁵⁵.

Além das aberturas de capital, duas empresas já listadas na Bovespa promoveram ofertas públicas de ações, com um volume de R\$1,5 bilhão.

cenário econômico positivo estão presentes, favorecendo colocações de títulos emitidos por empresas.

⁵⁵ Os BDRs são certificados representativos de ações de emissão de companhias abertas, com sede no exterior, e emitidos por instituição depositária no Brasil.

QUADRO 5 – ABERTURAS DE CAPITAL EM 2006 – SEGMENTO DE LISTAGEM, NATUREZA DA OFERTA E VOLUME FINANCEIRO MOVIMENTADO

Empresa	Segmento de Listagem	Natureza da Oferta	Volume R\$ / Milhões
Brascan Res	Novo Mercado	Mista	1.188,0
MMX Miner	Novo Mercado	Primária	1.119,0
Copasa	Novo Mercado	Primária	813,0
Medial Saúde	Novo Mercado	Mista	742,0
Positivo Inf	Novo Mercado	Mista	604,0
BrasilAgro	Novo Mercado	Primária	583,0
Klabinsegall	Novo Mercado	Mista	527,0
Odontoprev	Novo Mercado	Mista	522,0
ABnote	Novo Mercado	Secundária	480,0
Lopes Brasil	Novo Mercado	Secundária	475,0
Totvs	Novo Mercado	Mista	460,0
Lupatech	Novo Mercado	Mista	453,0
M.Diasbranco	Novo Mercado	Secundária	411,0
Profarma	Novo Mercado	Mista	401,0
Ecodiesel	Novo Mercado	Primária	379,0
CSU CardSyst	Novo Mercado	Mista	341,0
Datasul	Novo Mercado	Mista	317,0
Company	Novo Mercado	Mista	282,0
Abyara	Novo Mercado	Primária	164,0
Santos Bras	Nível 2	Mista	933,0
Terna Part	Nível 2	Mista	627,0
Equatorial	Nível 2	Mista	540,0
Dufrybras	BDR	Secundária	880,0
GP Invest	BDR	Primária	706,0
Total			13.947,0

Fonte: Bovespa e CBLC

Finalmente, no primeiro semestre de 2007, 16 empresas abriram o capital. Destas, uma é empresa estrangeira e utilizou o mecanismo do BDR, treze optaram pela listagem de suas ações no Novo Mercado e duas no Nível 1 de governança corporativa, respondendo em conjunto pela captação de R\$9,6 bilhões, divididos em ofertas mistas (9 casos), oferta secundária (1 caso) e ofertas primárias (6 casos).

QUADRO 6 – ABERTURAS DE CAPITAL NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2007 – SEGMENTO DE LISTAGEM, NATUREZA DA OFERTA E VOLUME FINANCEIRO MOVIMENTADO

Empresa	Segmento de Listagem	Natureza da Oferta	Volume R\$ / Milhões
JBS	Novo Mercado	Mista	1.617,0
Tecnisa	Novo Mercado	Mista	791,0
Agra Incorp	Novo Mercado	Mista	786,0
Inpar S/A	Novo Mercado	Primária	756,0
Iguatemi	Novo Mercado	Primária	549,0
CC Des Imob	Novo Mercado	Mista	522,0
Even	Novo Mercado	Primária	460,0
Metalfrio	Novo Mercado	Mista	453,0
Rodobensimob	Novo Mercado	Primária	449,0
JHSF Part	Novo Mercado	Primária	432,0
Sao Martinho	Novo Mercado	Mista	424,0
Bematech	Novo Mercado	Mista	407,0
CR2	Novo Mercado	Primária	308,0
Pine	Nível 1	Mista	517,0
Sofisa	Nível 1	Mista	439,0
Wilson Sons	BDR	Secundária	706,0
Total			9.616,0

Fonte: Bovespa e CBLC

As ofertas iniciais do primeiro semestre de 2007 envolveram em média mais de treze mil investidores de varejo (pessoas físicas e clubes de investimento) - destaque para o IPO da São Martinho, que tem como atividade principal a fabricação de açúcar e álcool, com a participação de quase vinte e cinco mil investidores, para aberturas de capital de empresas do setor de construção civil, a exemplo do que já havia sido observado em 2006, e para mais um emissor estrangeiro.

CONCLUSÃO

A expansão recente do mercado de ações no Brasil foi marcada pela retomada dos processos de abertura de capital das empresas, com destaque para a obtenção de recursos para investimento em ofertas públicas primárias, pelo aumento significativo da participação dos investidores estrangeiros e institucionais nos negócios realizados na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, além do retorno das pessoas físicas, do incremento expressivo de liquidez e da valorização dos preços dos ativos negociados.

Este resultado ocorreu em um período de entrada de recursos externos para investimento no país, equilíbrio externo, manutenção do controle do processo inflacionário e redução das taxas de juros, e inseriu o mercado brasileiro no cenário interno e externo. Também consolidou a liderança na América Latina, seja no conceito de volume financeiro movimentado ou de valor de mercado das empresas listadas na Bovespa, e tornou-se uma alternativa viável para a captação de recursos por parte de empresas estrangeiras via a emissão de BDRs.

A remoção dos entraves ao desenvolvimento do mercado de ações também foi decisiva para o desempenho do mercado de ações nos últimos anos, tendo sido aprofundada com o aperfeiçoamento do marco regulatório, refletido na reforma das leis das sociedades por ações e do mercado de valores mobiliários em 2001, na atuação da Comissão de Valores Mobiliários e na ampla aceitação dos conceitos de governança corporativa estabelecidos nos segmentos especiais de listagem da Bovespa como padrões a serem seguidos pelos emissores de ativos. Todas estas iniciativas agindo no sentido de proteger os investidores e a integridade do mercado

Neste contexto, o efeito conjunto dos fatores analisados neste trabalho parece explicar a expansão do mercado de ações, indicando um ponto de inflexão a partir do qual passou a ocupar posição de destaque no financiamento dos investimentos e, por extensão, no desenvolvimento econômico do Brasil.

A manutenção definitiva deste posto, entretanto, dependerá da consolidação dos avanços obtidos, do aperfeiçoamento contínuo das instituições do sistema financeiro e da correção de deficiências já identificadas, tais como o sistema tributário e o controle dos gastos públicos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, Marcelo de Paiva (org) **A ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889 – 1989**. Rio de Janeiro, Campus, 1990.

ALDRIGHI, D.M. Uma Avaliação das Contribuições de Stiglitz à Teoria dos Mercados Financeiros. **Revista de Economia Política**, vol. 26, nº 1 (101), pp. 137-57 janeiro-março/2006.

ARAÚJO, N.C.M. Estado e Mercados Financeiros nos Países em Desenvolvimento: A Abordagem da Nova Economia Institucional. **Análise**, Porto Alegre, v. 16, n. 1, p. 187-210, jan./jul. 2005.

ARIDA, P., BACHA, E., LARA-RESENDE, A. Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil. Em GIAVAZZI, F., GOLDFAJN, I., HERRERA, S. (orgs.). *Inflation targeting, debt and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*. Cambridge, MA: MIT Press, 2004.

BACHA, E. L., FILHO, L.C.(orgs.) **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: Lições Internacionais e Desafios Brasileiros**. Rio de Janeiro/São Paulo. Contra Capa. ANBID, 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. www.bcb.gov.br

BOVESPA (2000a) Estudos para o desenvolvimento do Mercado de Capitais – Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro. Elaborado por MB Associados. Disponível em [www.bovespa.com.br / bovespa / publicações / gratuitas](http://www.bovespa.com.br/bovespa/publicações/gratuitas).(mimeo)

----- (2000b) Estudos para o desenvolvimento do Mercado de Capitais – O Mercado de Capitais: sua Importância para o Desenvolvimento e os Eventos com que se defronta no Brasil. Elaborado por Tendências – Consultoria Integrada. Disponível em [www.bovespa.com.br / bovespa / publicações / gratuitas](http://www.bovespa.com.br/bovespa/publicações/gratuitas).

----- (2004) Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais – A Abertura de Capital de empresas Brasileiras. Elaborado por MB Associados. Disponível em [www.bovespa.com.br / bovespa / publicações / gratuitas](http://www.bovespa.com.br/bovespa/publicações/gratuitas).(mimeo)

----- (2005) Custo da Abertura de Capital e Manutenção da Cia. Aberta. Disponível em [www.bovespa.com.br / Empresas](http://www.bovespa.com.br/Empresas).(mimeo)

----- (2007) Índice Bovespa – Definição e Metodologia. Disponível em [www.bovespa.com.br / bovespa / publicações / gratuitas](http://www.bovespa.com.br/bovespa/publicações/gratuitas).(mimeo)

CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO. Disponível em www.camaradomercado.com.br. Acesso em 10/9/2007.

CANTIDIANO, L. L. Aspectos regulatórios do mercado de capitais. In: **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: Lições Internacionais e Desafios Brasileiros**. BACHA, E. L., FILHO, L.C.(orgs.). Rio de Janeiro/São Paulo. Contra Capa. ANBID, 2005.

CANUTO, O., FERREIRA, R.R. Assimetrias de informação e ciclos econômicos: Stiglitz é keynesiano? **Texto para Discussão**. IE/UNICAMP, Campinas, n. 73, maio 1999.

CARVALHO, F.J.C. et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Prática**. Rio de Janeiro, Campus, 2000.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. www.cvm.gov.br

DEMIRGÜÇ-KUNT, A., LEVINE, R. *Financial Structure and Economic Growth – A cross-country comparison of banks, markets and development*. Cambridge, MA: MIT Press, 2004.

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS, A nova Lei das S/A: avanços, ausências e problemas. **Carta Dynamo** 32, 3º trimestre de 2001. Disponível em www.dynamo.com.br/cartas/carta32.pdf

EQUITY OWNERSHIP IN AMERICA. *Investment Company Institute and Securities Industry Association*, 2005, disponível em www.ici.org. Acesso em 15/07/2007.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Global Financial Stability Report - Financial Market Turbulence Causes, Consequences, and Policies*, October 2007, disponível em www.imf.org. Acesso em 17/11/2007

GOLDSMITH, R.W. *Financial Structure and Development*. New Haven, CT: Yale University Press. 1969.

GREENWALD, B., J. STIGLITZ E A. M. WEISS. *Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations*. **American Economic Review** 74(2), May 1984.

GURLEY, J.G., SHAW, E.S. *Financial Aspects of Economic Development*, *American Economic Review* 45, pp.515-538, 1955.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. www.ibge.gov.br.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA IPEADATA. www.ipeadata.gov.br.

KAWALL, C. L. F. Como o BNDES contribui para o desenvolvimento financeiro. **Valor Econômico**, Edição de 5/5/2005

KEYNES, J.M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo, Abril Cultural, 1996.

LEGISLAÇÃO FEDERAL DO BRASIL. Disponível em www.planalto.gov.br.

LOUGHRAN, T., RITTER, J., RYDQVIST, K. *Initial public Offerings: international insights*. *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 165–199, 1994.

MANTEGA, G. **Desafios para o próximo Governo - Apresentação na Federação das Indústrias do Estado de Minas Gerais (FIEMG)** - Agosto – 2006. Disponível em www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/2006/p310806.pdf

MODIGILANI, F., MILLER, M. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, **American Economic Review** (Jun 1958).

NATIONAL ASSOCIATION OF INVESTORS CORPORATION – NAIC, disponível em www.better-investing.org. Acesso em 15/07/2007.

NETO, H. C., Neto, M.F.C.,Filho, R.M. Mercado de Capitais – A Saída para o Crescimento. Série ABAMEC. São Paulo. Lazulli, 2002.

NITSCH, M., SANTOS, C. A. Da Repressão Financeira ao Microcrédito. **Revista de Economia Política**, vol. 21, nº 4 (84), outubro-dezembro/2001

O'HARA, T.E., JANKE, K.S. Como Constituir e Administrar um Clube de Investimento Rentável, Tradução do Guia Oficial da NAIC e do Guia Principal de Avaliação, Rio de Janeiro. IMF Editora, 2004.

PLANO DIRETOR DO MERCADO DE CAPITAIS, disponível em www.bovespa.com.br. Acesso em 10/08/2007.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA FERATIVA DO BRASIL. www.presidencia.gov.br.

ROCCA, C.A. e A. G. Carvalho, **Mercado de Capitais e o Financiamento das Empresas Abertas**, FIPE/ABRASCA, 1999.

----- (org.) **Soluções do Mercado de Capitais para o Crescimento Sustentado** – Rio de Janeiro, José Olympio, 2004 – (Estudos IBMEC;3)

SOBREIRA, R. Eficiência, Desregulamentação Financeira e Crescimento Econômico: Uma abordagem pós-keynesiana. In: **Análise Econômica**, ano 18, n. 33, p. 29-52, março 2000.

STIGLITZ, J. E. E WEISS A. Credit rationing in markets with imperfect information. **American Economic Review**, v.71(3), p. 393-410, 1981.

STUDART, R. Estado, Mercados e o Financiamento do Desenvolvimento: Algumas Considerações. Versão Preliminar. Ciclo de Seminários 2003: UFRJ – Brasil em Desenvolvimento.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. www.world-exchanges.org

----- Relatório Anual 2006.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)