



1290001587



TCC/UNICAMP C823m



UNICAMP

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

O MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL

Vitor Fernandes Marques da Costa

Campinas - São Paulo

2004

TCC/UNICAMP
C823m
IE/1587

CEDOC/IE

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

O MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL

Monografia apresentada ao Instituto
de Economia da Universidade Estadual
de Campinas

Candidato: Vitor Fernandes Marques da Costa

Orientadora: Prof^ª Dr^ª Maryse Farhi

Campinas – São Paulo

2004

RESUMO

COSTA, V.F.M. **O mercado de ações no Brasil**. 2004. 56f. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas), Universidade Estadual de Campinas, Campinas-SP, 2004.

O presente trabalho tem por objetivo analisar a evolução do mercado acionário brasileiro ao longo da década de 90, apontando os principais entraves ao desenvolvimento desse mercado, utilizando, para tanto, comparações internacionais. A supremacia dos mercados tem se afirmado como uma das feições mais relevantes das finanças contemporâneas em todo o mundo. Os mercados financeiros têm aumentado sua importância ao longo das últimas décadas, tanto que conceitos como taxa de câmbio, taxa de juros e bolsa de valores passaram a fazer parte do cotidiano de boa parte das notícias da imprensa brasileira. As empresas brasileiras, expostas à abertura da economia no início dos anos 90 (tendência que se acentuou no governo Fernando Henrique Cardoso), foram obrigadas a se modernizar para enfrentar a competição de firmas estrangeiras. Ao mesmo tempo, o encolhimento do Estado, que se inseriu no contexto do Consenso de Washington (políticas neoliberais), fez os financiamentos públicos e subsídios concedidos às empresas nacionais encolherem consideravelmente. Diante desses fatos, a busca por novas fontes de financiamento tornou-se fundamental para o sucesso econômico dessas firmas. É neste momento, que o mercado de capitais, com destaque para o mercado acionário, surge, na maior parte dos países que aplicaram essas políticas, como uma boa alternativa de financiamento. A análise de seu desenvolvimento no Brasil se torna, dessa maneira, muito pertinente no contexto atual das finanças mundiais.

Palavras-chave: bolsa de valores, mercado financeiro.

Lista de figuras

- Gráfico 1 - Dívida Externa Brasileira
- Gráfico 2 - Investimento Direto Externo no Brasil
- Gráfico 3 – Investimentos de *Porfolio* no Brasil
- Gráfico 4 - Ibovespa na década de 90
- Gráfico 5 - Capitalização Bursátil da Bovespa
- Gráfico 6 – Índice Nyse
- Gráfico 7 – Índice Nasdaq
- Gráfico 8 – Volume negociado na Bovespa
- Gráfico 9 – Volume diário negociado na Bovespa
- Gráfico 10 - Volume de emissões primárias no mercado de ações brasileiro
- Gráfico 11 – Evolução da taxa Selic
- Gráfico 12 – Taxa de Investimento no Brasil

Lista de tabelas

Tabela 1 - Inflação

Tabela 2 - Patrimônio líquido dos fundos de investimentos no Brasil no período de 1972-2004

Tabela 3 - Distribuição percentual dos fundos de investimentos dentre as suas diferentes modalidades

Tabela 4 - Taxa de Crescimento do Ibovespa

Tabela 5- Participação dos agentes nos negócios da Bovespa em setembro de 2004

Tabela 6 – Carteira teórica do Ibovespa em setembro de 2004

Tabela 7 – Valor de Mercado das Companhias com ações na Bovespa

Tabela 8 – Índice preço/lucro das empresas participantes da Bovespa

Tabela 9 - Evolução do número do número de companhias abertas com ações na Bovespa

Tabela 10 – Capitalização bursátil pelo mundo

Tabela 11 - Valor transacionado pelo mundo

Tabela 12 - Concentração de mercado - segundo capitalização bursátil

Tabela 13 – Concentração de mercado (segundo valor transacionado)

Tabela 14 – Padrões contábeis no mundo

Lista de abreviações

ANATEL - Agência Nacional de Telecomunicações
ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimentos
ANEEL - Agência Nacional de Energia Elétrica
BDRs – *Brazilian Depositary Receipts*
BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA – Bolsa de valores de São Paulo
BVRJ – Bolsa de Valores do Rio de Janeiro
CDB – Certificado de Depósito Bancário
CMN – Conselho Monetário nacional
CPMF – Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
FIBV – Federação Internacional das Bolsas de Valores
FMI – Fundo Monetário Internacional
GDRs – *Global Depositary Receipts*
IBOVESPA – Índice da BOVESPA
IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IPOs – *Initial Public Offerings*
P/L – Preço sobre Lucro
PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo
PASEP – Programa de Formação do patrimônio do Servidor Público
PIS – Programa de Integração Social
PL – Patrimônio Líquido
PND – Plano nacional de Desestatização
SEC – *Security Exchange Commission*
SELIC – Sistema Especial de Custódia de Liquidação

SUMÁRIO

	Página
Introdução.....	07
Capítulo 1 - Regulamentação do Mercado de Capitais Brasileiro.....	11
Os investidores institucionais.....	18
O papel do investidor estrangeiro.....	21
Capítulo 2 - O Mercado Secundário Brasileiro.....	25
As conseqüências das privatizações para o mercado acionário.....	32
Capítulo 3 - Mercado primário de títulos.....	34
Capítulo 4 - Os entraves ao desenvolvimento do mercado de ações brasileiro.....	39
Conclusão.....	53
Referências Bibliográficas.....	54
Sites visitados.....	55

INTRODUÇÃO:

A importância do mercado financeiro tem crescido muito nos últimos anos, a tal ponto que conceitos como taxa de juros, taxa de câmbio e bolsa de valores passaram a fazer parte do cotidiano da imprensa brasileira. Esta tendência se acentuou muito a partir do início dos anos 90, quando a economia brasileira começou um processo de abertura econômica durante o governo Collor de Mello (1991-1992). Já no início do primeiro governo de Fernando Henrique Cardoso (1995-1998), esse processo foi aprofundado. Paralelamente, deu-se início à liberalização financeira da economia do país e a um processo de diminuição do papel econômico do Estado, tudo de acordo com as recomendações políticas do Consenso de Washington (idéias neoliberais). O impacto dessas medidas nas empresas nacionais foi muito forte, forçando-as a se reestruturar para sobreviver à maior competição com os produtos importados, a entrada de empresas multinacionais no país e o fim dos subsídios governamentais. Diante dessas mudanças, as firmas brasileiras tiveram que repensar o meio de se financiar. E é sob este aspecto que o mercado de capitais, com destaque para o mercado de ações, pode ganhar relevância.

Como afirma Assaf Neto (2002, pg. 207), “o sucesso dos investimentos produtivos está cada vez mais dependente da participação dos acionistas, cujos interesses de participação nos resultados impulsionam o crescimento das empresas”. O mercado de ações surge como um bom meio de financiamento para a empresa, e o sistema de distribuição de valores mobiliários aparece como fator multiplicador da riqueza nacional. As vantagens da abertura de capital para as empresas, segundo Barros *et al.* (2000), são as seguintes:

- 1) Maior facilidade para a obtenção de recursos: uma das principais vantagens da abertura de capital é o acesso à fonte de fundos que não bancos. Empresas que necessitam de grande volumes

de recursos podem estar sujeitas a altas taxas de juros ou restrições de crédito, sendo que a emissão de ações pode aliviar tais restrições;

2) **Liquidez:** ações de empresas abertas podem ser negociadas em bolsas de valores, o que torna seu acesso barato para pequenos acionistas que desejem realizar transações em períodos curtos. A liquidez para os acionistas a baixos custos de transação proporciona maiores preços para as ações da empresa e, conseqüentemente, menor custo de capital;

3) **Aumento do poder de barganha com os bancos:** um outro problema que as firmas enfrentam junto a bancos é que estes podem obter vantagens (altas taxas de juros ou menor risco de crédito) devido a informações privilegiadas que possuem acerca da qualidade creditícia de seus clientes. Através da disseminação de informação para o mercado em geral, as empresas instauram a competição entre seus credores, assegurando menor custo de capital e maior volume de recursos;

4) **Diversificação de *portfolio*:** a decisão de abrir o capital permite que os acionistas iniciais da empresa diversifiquem seus *portfolios*, que, em geral, são fortemente carregados na empresa que detêm. Isto pode ser obtido por dois modos: venda direta de ações ou indiretamente via levantamento de fundos através da emissão de ações e posterior diversificação de seus riscos com a compra de ativos como ações de outras empresas;

5) **Troca de controle:** abrir o capital pode ser um primeiro passo dentro de uma estratégia ótima de venda de uma firma. A venda de uma parcela inicial de ações de uma empresa pode aumentar o valor do bloco restante das ações.

Já os custos da abertura de capital, de acordo com Barros *et al.* (2000), são:

1) ***Underpricing*:** um dos mais sérios obstáculos à abertura de capital é que as ações são ofertadas a um preço em média inferior ao preço considerado justo pela empresa no primeiro dia em que a ação é negociada. Muitas teorias sugerem que esse fenômeno é natural, pois os agentes

que vendem as ações possuem informações superiores às dos investidores que as compram. Trata-se de algo relacionado à distribuição inicial das ações, dependendo da eficiência da indústria de *underwriting*. Entretanto, este tipo de assimetria de informações tende a ser atenuada com o desenvolvimento de mecanismos de mercado como *ratings* concedidos por agências independentes;

2) Despesas administrativas: a abertura de capital implica alguns custos diretos tais como: comissão do *underwriter*, taxas de registro, etc. Além disso, devem ser considerados gastos periódicos, como, por exemplo, despesas regulares com auditores, publicação de informações contábeis, taxas junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), remuneração obrigatórias (distribuição de dividendos), etc. Muitas dessas despesas não crescem proporcionalmente com o valor da emissão inicial, e, portanto, pesam relativamente mais para pequenas empresas;

3) Perda de confidencialidade: a condição de companhia aberta exige que empresas forneçam informações cuja confidencialidade pode ser importante para a competitividade da firma. Este padrão de transparência de informação (*disclosure*) também pode expor as empresas a uma maior vigilância por parte das autoridades fiscais, diminuindo o espaço para a evasão fiscal.

Além disso, como afirma a Comissão Nacional de Bolsas de Valores (1985, pg. 43), “a busca de maior produtividade, de reduções no custo de produção e o lançamento de novos produtos torna imprescindível a captação de fundos através de ações lançadas junto ao público”. É neste contexto que se pode explicar o gigantismo das empresas norte-americanas, européias e japonesas, o qual só pôde ser viabilizado pela abertura de capital dessas companhias.

O desenvolvimento do mercado de ações fundamenta-se, basicamente, em 2 princípios: ele contribui para o desenvolvimento econômico, na medida em que funciona como uma “indústria” capaz de transferir capitais para investimento, estimulando a poupança privada, e orienta a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado. Do ponto

de vista do investidor, o mercado acionário se apresenta como uma alternativa de aplicação potencialmente mais rentável que as demais opções (CDB, poupança, renda fixa, entre outras), dada a maior exposição ao risco que ela envolve. Apesar da captação de novos recursos pelas empresas ocorrer no mercado primário de ações, as bolsas de valores têm grande importância para essas firmas, pois seu desempenho e perspectivas estão em permanente julgamento no mercado secundário, sendo que o bom desempenho da cotação de suas ações em bolsa será um sinal para emitirem mais ações no mercado primário.

Apesar dos incentivos à abertura de capital e à aplicação em bolsas de valores dadas pelo governo brasileiro desde as reformas financeiras levadas a cabo pelo PAEG (1964-1966), o mercado de ações brasileiro não se desenvolveu plenamente, sendo que, nos últimos anos, o número de empresas com ações negociadas na Bovespa tem diminuído. O mais preocupante é que o *market led finance* brasileiro acabou reduzindo fortemente o crédito bancário para as empresas (queda de fontes de financiamento), restando a estas a opção de buscar *funding* externo. No Brasil, essa supremacia assumiu um caráter particular e perverso. Isto porque, ao contrário do que se verificou na maior parte dos demais países, a redução da participação dos bancos no crédito às empresas não foi acompanhada pelo crescimento dos mercados de capitais que permitiu que os investimentos fossem financiados por colocação de títulos de dívida privada (securitização) ou por lançamento de ações. Cabe, portanto, através desta monografia, apontar as causas desse relativo fracasso e mostrar os atuais entraves ao desenvolvimento desse mercado.

CAPÍTULO 1- REGULAMENTAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

O mercado de capitais tinha pouca importância na economia brasileira até meados da década de 1960, mesmo já existindo as Bolsas de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) e de São Paulo (Bovespa), as sociedades anônimas e as corretoras de valores. Até esse momento, a estrutura financeira existente somente servia ao financiamento de bens duráveis, sendo que aplicações de longo prazo eram desestimuladas pela Lei da Usura e pelo processo inflacionário.

O início do regime militar, em abril de 1964, engendrou as condições objetivas para a implantação de uma reforma financeira inspirada no modelo de especialização norte-americano, baseado no mercado de capitais (*market-based*). O mercado de capitais foi regulamentado, inicialmente, pela Lei nº 4728, de 14 de julho de 1965, sendo, a partir desta data, disciplinado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e fiscalizado pelo Banco Central, ambas instituições criadas na mesma época das reformas. De acordo com a tese de doutoramento de Sousa (1998), a evolução da regulamentação do mercado de capitais brasileiro pode ser dividida em 3 fases. A primeira fase correspondente à montagem do novo arcabouço institucional a partir da reforma monetário-financeira de 1964-1966, compreenderia o período de 1964 até 1973. Nessa fase, o mercado de capitais deveria financiar a retomada do crescimento econômico. Para tanto, foram concedidos expressivos incentivos e subsídios fiscais na abertura de capital das empresas, na montagem dos fundos de investimento e no lançamento primário de ações.

Entretanto, as iniciativas empreendidas pelo governo não obtiveram êxito, o que pode ser explicado por uma série de razões: a liquidez internacional se encontrava alta, o que representava um estímulo para as empresas nacionais captarem recursos no exterior; o governo formou grandes massas de poupança compulsória não-intermediadas pelo mercado de capitais; o comportamento dos agentes (tomadores e aplicadores), acostumados a horizontes financeiros de curto prazo, não se modificou; os empresários brasileiros continuaram resistentes à abertura de

capital de suas companhias; e, por último, o aparato regulatório não estava adequado para proteger o acionista minoritário. Em função da política monetária expansiva, dos incentivos da Lei de Mercado de Capitais e da criação dos Fundos 157 (estímulos às operações de mercado primário), houve crescimento dos preços das ações negociadas na bolsas brasileiras e aumento do volume de negócios. Após uma fase de intensa euforia e especulação, ocorreu o *crash* de 1971, causado pela falta de regulamentação adequada, pela inexperiência do investidor brasileiro e pela mudança das regras dos Fundos 157.

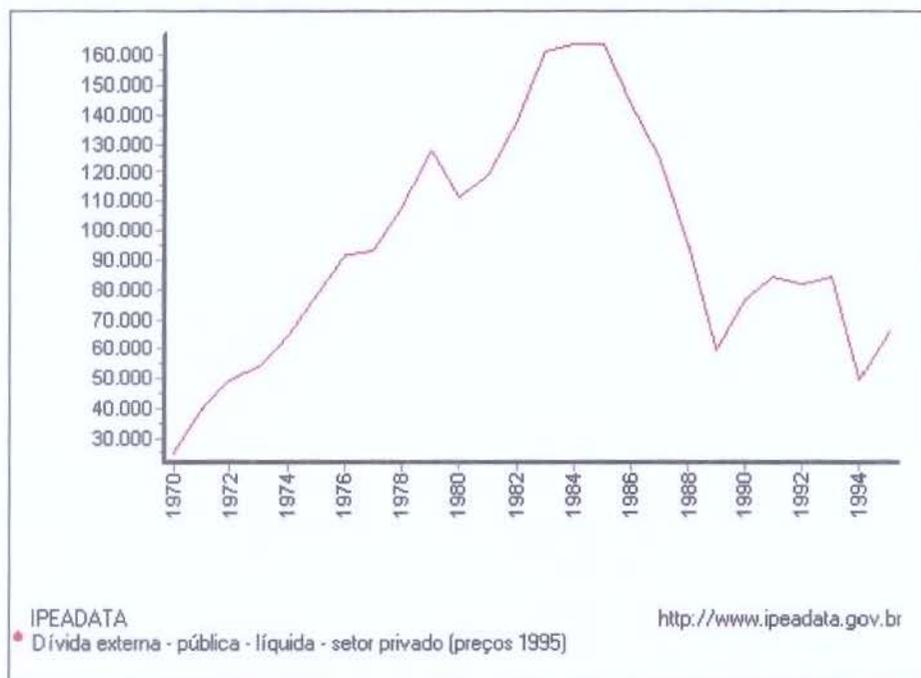
A segunda fase, que vai de 1974 a 1986, corresponde ao aperfeiçoamento da regulamentação e introdução das inovações financeiras (novos instrumentos, novas práticas e até novas instituições). Como destaque, podem-se apontar as seguintes realizações: a Lei nº 6404176, a criação da CVM através da lei nº 6385176, a regulamentação dos fundos de pensão e o surgimento dos mercados de opções e futuro. Belluzzo e Almeida (2002) mostram que, até a crise da dívida da década de 1980, “a relação empresa-banco (..) fundava-se numa oferta elástica de crédito, contraído a curto prazo junto ao sistema financeiro (..) O endividamento de curto prazo amparava, na verdade, o financiamento da acumulação com recursos próprios das empresas, complementados pelas fontes oficiais de crédito.” (p.142/143). O ajustamento da economia brasileira à crise do início dos anos 1980 rompeu este padrão de relacionamento das empresas com os bancos: a drástica restrição imposta ao crédito doméstico levou as empresas a se adaptar à forte instabilidade do período elevando suas margens de lucro, um dos fatores subjacentes da forte aceleração inflacionária. O setor público, para amparar o ajuste interno e externo do setor privado, acabou por gerar uma crise fiscal e por assumir crescentes dívidas em moeda nacional e em divisas. Nesse contexto, as fontes oficiais de crédito iniciaram um lento e prolongado declínio.

Data desse período uma acentuada alteração do comportamento bancário que - primeiro em função do contingenciamento de crédito interno, mas que foi mantida depois por opção estratégica reforçada pelas incertezas macroeconômicas - passou a financiar o endividamento público, privilegiando operações de tesouraria com títulos da dívida interna que rendiam juros reais elevados e eram considerados de menor risco. Essa opção foi feita em detrimento da concessão de crédito às empresas, que sofreu quedas em volume mais acentuadas que o crédito às pessoas físicas cuja rentabilidade sempre foi muito maior. (Farhi, Boletim Cecon 2). Essa alteração do comportamento bancário seguiu os padrões internacionais em que os bancos reduziram suas atividades de crédito para as empresas e passaram a privilegiar as posições de tesouraria. Mas, em escala internacional, esse movimento foi acompanhado de intenso processo de desenvolvimento dos mercados de capitais, tanto através da securitização quanto da abertura de capital de empresas e emissão de maior volume de ações.

Esta fase caracteriza-se por uma crescente dificuldade com a dívida pública, bem analisada por Cruz (2003), devido ao intenso endividamento externo (a taxas de juros flutuantes) durante o período do “milagre econômico brasileiro” (1968-1973), que se agravou com a enorme alta da taxa de juros norte-americana em 1979. Com o início da fuga de capitais, a poupança financeira se voltou para as rentáveis aplicações em títulos públicos, mantendo os mercados de ativos de renda variável em baixa. Após o período mais crítico da crise do endividamento externo (início da década de 80), as bolsas de valores brasileiras apresentaram altas no período de 1984-86 devido à frágil recuperação econômica nos anos de 84 e 85 e à euforia decorrente do Plano Cruzado (1986). A alta no mercado secundário acabou por estimular os lançamentos primários de ações, aumentando inclusive o número de companhias de capital aberto. Entretanto, o fracasso do Plano Cruzado (com a volta do processo inflacionário) e a mudança da política econômica (com o

intuito de reduzir a demanda) provocaram a retração do mercado acionário já no ano de 1986, o qual somente se recuperaria 6 anos mais tarde.

Gráfico 1 - Dívida Externa Brasileira



A terceira fase, que vai de 1987 até os dias de hoje, caracteriza-se pela abertura ao investidor estrangeiro, pelo processo de privatizações e pelo crescimento dos investidores institucionais (fundos mútuos de investimento, fundos de pensão e seguradoras). Neste processo de inserção na globalização financeira, o aparato institucional e regulatório propiciou o desenvolvimento de uma infra-estrutura compatível com a dos países desenvolvidos. Os destaques foram: a implantação da Pequena Reforma Bancária, em especial o banco múltiplo e o mercado interbancário; a regulamentação de diversas modalidades de investimento estrangeiro no mercado de capitais doméstico e o lançamento de *Depositary Receipts*; o Plano Diretor do Mercado de Capitais Brasileiro (janeiro de 1991), com o intuito de fomentar e desregulamentar o mercado; a regulamentação do programa de privatização (Lei nº 8031190); a flexibilização das

regras de montagem dos fundos mútuos e a criação de novas modalidades (fundo imobiliário, de investimento no exterior, etc); o início do relaxamento dos impedimentos dos residentes no país investirem em ativos estrangeiros; e a crise do balanço de pagamentos brasileiro que culminou com a adoção de um regime de câmbio flutuante em janeiro de 1999. Já no plano internacional, houve também acontecimentos importantes: a desregulamentação do mercado de capitais; *crash* da Bolsa de Nova York em 1987, com efeitos nos principais mercados; o rompimento da bolha especulativa no Japão a partir de 1990; a baixa da taxa de juros norte-americana (1990); a crise do México em 1994, que abalou a confiança nos países emergentes; a crise do Sudeste Asiático em 1997 (problema de déficits vultosos em transações correntes), a crise da Rússia e do Long Term Capital Management (LTCM)¹ em 1998, e, por fim, o estouro da bolha especulativa com ações de alta tecnologia nos EUA (2000).

Até a implantação do Plano Real em 1994, o mercado de capitais brasileiro esteve totalmente subordinado ao mercado monetário de curtíssimo prazo. Nesse cenário, as bolsas de valores permaneceram em baixa até 1992, a partir de quando se deu início à entrada de inúmeros investidores estrangeiros interessados nas baixas cotações das ações brasileiras, principalmente de empresas potencialmente privatizáveis. O sucesso da política de combate à inflação do Plano Real fez com que os aportes estrangeiros às bolsas domésticas crescessem (investimentos de *portfolio*). Entretanto, os efeitos negativos da crise do México no final de 1994 fizeram tais investidores se retraírem. Como afirma Sousa (1998), os investidores estrangeiros em renda variável voltaram posteriormente a se interessar por ações brasileiras, mas preferiram comprá-las no mercado norte-americano, através de ADRs (*American Depositary Receipts*), reduzindo

¹ O LTCM era um hedge fund gerenciado por 2 prêmios Nobel de Economia extremamente alavancado que apostou erroneamente em papéis da dívida externa russa pouco antes do país declarar moratória

relativamente seus negócios nas bolsas domésticas. As companhias abertas de grande porte acompanharam esta tendência, procurando tornar negociáveis suas ações diretamente no mercado internacional. A sustentação do mercado de capitais brasileiro no período de 1987-97 foi dada pelos investidores internacionais, em especial os fundos mútuos de investimento e os de pensão.

Tabela 1 - Inflação

Período	Inflação - IPCA (%a.a.)
1980	99,25
1981	95,62
1982	104,8
1983	164,01
1984	215,26
1985	242,23
1986	79,66
1987	363,41
1988	980,21
1989	1.972,91
1990	1.620,97
1991	472,7
1992	1.119,10
1993	2.477,15
1994	916,46
1995	22,41
1996	9,56
1997	5,22
1998	1,66
1999	8,94
2000	5,97
2001	7,67
2002	12,53
2003	9,3

Fonte: IPEA

Havia um certo descrédito em relação à seriedade do mercado doméstico por parte dos investidores, em grande parte devido às deficiências dos órgãos reguladores quanto ao papel de fiscalização: série de ocorrências abusivas relevantes, em que os processos de averiguação e

juízo foram lentos, e as punições, pouco severas (caso Nahas de 89² e dos bancos Econômico e Nacional de 1996-1997³). As principais reformas em curso até 1997 eram:

- 1) Reestruturação dos órgãos reguladores e fiscalizadores, com a independência da CVM e do BC frente ao poder executivo, e o aperfeiçoamento da auto-regulação das bolsas;
- 2) Mudança na Lei das S/As: redução do limite de 2/3 de ações preferenciais e redução dos custos de abertura e negociação das companhias de médio porte;
- 3) Aperfeiçoamento da legislação tributária referente às companhias abertas em seus acionistas;
- 4) Nova regulamentação dos fundos mútuos de investimento e
- 5) Reforma e consolidação da legislação referente ao investidor estrangeiro.

A falta de uma política tributária consistente (algo que perdura até os dias de hoje) ao longo do período analisado inibiu a abertura de capital, afastou os investidores e tirou a regularidade da política de dividendos das empresas. Como sustentado por Sousa (1998, pg. 29),

“os procedimentos de regulação do mercado de capitais brasileiro no período estudado foram mais ativos na promoção da abertura do mercado de capitais doméstico ao investidor estrangeiro e da privatização. Não foram implantadas regras que levassem a um maior fortalecimento do mercado doméstico, como a pulverização da propriedade das ações, a ampliação do direito de voto, ou ainda o estímulo à abertura sustentada do capital das empresas de médio porte. Além disso, os mecanismos de controle de risco e divulgação de informações mostraram-se insatisfatórios”.

² O especulador Naji Nahas foi responsável pelo maior golpe dado no mercado acionário brasileiro ao realizar operações simultâneas e alavancadas na Bovespa BVRJ.

³ Os bancos Nacional e Econômico foram à falência em meados da década de 90 e tiveram que ser resgatados e depois vendidos no quadro do PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Sistema Financeiro Nacional)

OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Ao longo da década de 80, verificou-se um crescimento generalizado do patrimônio dos investidores institucionais (fundos mútuos de investimento, fundos de pensão e seguradoras), de modo que seus negócios foram progressivamente dominando todos os seguimentos do mercado de capitais internacional. Ao final dos anos 80, esses investidores já comandavam cerca de 80% dos negócios da Bolsa de Nova York, embora as pessoas físicas ainda detivessem 55% das ações negociadas. Este crescimento intensificou-se na década de 90, atingindo a participação dos institucionais 55% do capital votante das companhias, sendo que essa mesma tendência também foi verificada na Europa.

Já no Brasil, o crescimento do patrimônio dos investidores institucionais se deu a partir dos anos 90, sendo que seu patrimônio líquido acumulado somava US\$197 bilhões (25% do PIB brasileiro) no final de 1997. De acordo com Sousa (1998), as razões básicas para esse crescimento seriam:

- 1) A redução dos custos operacionais de grande porte (corretagens, controles, custódias e acesso à informação);
- 2) O afastamento do investidor de varejo (pessoa física ou pequenas empresas) das bolsas e dos mercados de títulos de renda fixa, pela preferência dos corretores em negociar com investidores de grande porte;
- 3) O crescimento da previdência complementar privada (fenômeno que tende a crescer após a reforma da previdência do governo Lula);
- 4) Sofisticação das técnicas de gestão de fundos;
- 5) Interesses dos bancos em ampliar a administração de recursos de terceiros;
- 6) Securitização das dívidas e recebíveis, disponibilizando ativos aos fundos;
- 7) Acesso facilitado, por parte dos investidores institucionais, às praças internacionais;

8) Estímulos da política econômica e da regulamentação

No Brasil, o dinamismo dos fundos de investimento (que surgiram no final dos anos 50) deu-se basicamente no segmento de renda fixa devido, principalmente, ao endividamento crescente do setor público (títulos com taxas de juros atrativas) e à alta inflacionária. Entretanto, esta preferência por fundos de investimentos em renda fixa só foi possível a partir de 1984, dado que, antes disso, a única opção de aplicação de seus recursos eram os fundos de ações. A alta verificada no mercado acionário no período 1992-1994, decorrente da entrada do investidor estrangeiro e da implantação do Plano Real, aumentou o patrimônio dos fundos de ações, sendo que a participação desse segmento subiu de uma média de 4% para 7% do total do patrimônio dos fundos, o que perdura até os dias de hoje. Entre as principais mudanças observadas na administração a partir do Plano Real e das reformas da legislação estão o crescimento dos administradores independentes e a redução das taxas de administração, estimulada pela estabilização monetária e pela concorrência entre as instituições. Nota-se também uma expansão impressionante tanto do patrimônio líquido (PL) -quadruplicou em 10 anos- como do número de fundos de investimentos -mais que triplicou em 10 anos- após o início do Plano Real, o que indica as ótimas oportunidades de ganhos financeiros proporcionadas pelas elevadas taxas de juros pagas pelo Estado brasileiro para financiar sua dívida.

Tabela 2 - Patrimônio líquido dos fundos de investimentos no Brasil no período de 1972-2004

Período	FUNDOS DE INVESTIMENTO - Total Doméstico				
	PL		Variação % do PL		Nº de fundos
	Em R\$ milhões correntes ⁽¹⁾	Em R\$ milhões constantes ⁽¹⁾	Em moeda corrente	Em moeda constante	
dez-72		6.897,83			88
dez-73		6.321,67		-8,35	89
dez-74		5.214,55		-17,51	92
dez-75		5.717,14		9,64	91
dez-76		6.148,20		7,54	82
dez-77		7.687,97		25,04	75
dez-78		7.397,69		-3,78	71
dez-79		8.122,79		9,80	71
dez-80		5.805,90		-28,52	69
dez-81		5.907,22		1,74	72
dez-82		6.487,29		9,82	72
dez-83		10.195,90		57,17	71
dez-84		16.367,38		60,53	68
dez-85		30.078,96		83,77	128
dez-86		21.292,88		-29,21	199
dez-87		30.903,55		45,14	261
dez-88		61.877,72		100,23	200
dez-89		111.252,82		79,79	283
dez-90		32.664,07		-70,64	184
dez-91		61.798,93		89,20	84
dez-92		84.580,25		36,86	93
dez-93		102.440,82		21,12	91
dez-94	46.021,74	136.891,36		33,63	802
dez-95	61.886,65	160.378,46	34,47	17,16	939
dez-96	115.907,96	274.723,03	87,29	71,30	1.301
dez-97	128.825,31	284.087,12	11,14	3,41	1.714
dez-98	146.962,96	318.656,32	14,08	12,17	1.748
dez-99	220.936,81	399.278,31	50,34	25,30	1.931
dez-00	297.104,31	488.976,85	34,47	22,47	2.295
dez-01	344.413,38	513.503,27	15,92	5,02	2.524
dez-02	344.483,05	406.300,49	0,02	-20,88	2.817
dez-03	497.235,55	544.672,12	44,34	34,06	2.841
ago-04	556.363,97	556.363,97	11,89	2,15	2.888

Fonte: Anbid

Tabela 3 - Distribuição percentual dos fundos de investimentos dentre as suas diferentes modalidades

Período	Ações	Renda Fixa	DI e Curto Prazo	Cambial	Mistos	Previdência	Privatização	Outros	PI Total Doméstico em R\$ milhões constantes	Exclusivos
dez-72	100,00	-	-	-	-	-	-	-	6.897,83	0,00
dez-73	100,00	-	-	-	-	-	-	-	6.321,67	0,00
dez-74	100,00	-	-	-	-	-	-	-	5.214,55	0,00
dez-75	100,00	-	-	-	-	-	-	-	5.717,14	0,00
dez-76	100,00	-	-	-	-	-	-	-	6.148,20	0,00
dez-77	100,00	-	-	-	-	-	-	-	7.687,97	0,00
dez-78	100,00	-	-	-	-	-	-	-	7.397,69	0,00
dez-79	100,00	-	-	-	-	-	-	-	8.122,79	0,00
dez-80	100,00	-	-	-	-	-	-	-	5.805,90	0,00
dez-81	100,00	-	-	-	-	-	-	-	5.907,22	0,00
dez-82	100,00	-	-	-	-	-	-	-	6.487,29	0,00
dez-83	100,00	-	-	-	-	-	-	-	10.195,90	0,00
dez-84	52,42	47,58	-	-	-	-	-	-	16.367,30	0,00
dez-85	46,36	53,64	-	-	-	-	-	-	30.078,96	0,00
dez-86	68,48	31,52	-	-	-	-	-	-	21.292,88	0,00
dez-87	13,20	86,80	-	-	-	-	-	-	30.903,55	0,00
dez-88	7,42	92,58	-	-	-	-	-	-	61.877,72	0,00
dez-89	4,65	95,35	-	-	-	-	-	-	111.252,82	0,00
dez-90	4,04	95,96	-	-	-	-	-	-	32.664,07	0,00
dez-91	4,30	95,70	-	-	-	-	-	-	61.798,93	0,00
dez-92	3,19	96,81	-	-	-	-	-	-	84.580,25	0,00
dez-93	6,81	91,19	-	-	-	-	-	-	102.440,82	0,00
dez-94	7,24	92,70	-	-	-	-	-	0,06	136.891,36	0,00
dez-95	2,77	83,45	-	0,37	13,24	-	-	0,17	160.378,46	0,00
dez-96	3,89	83,55	-	1,22	11,18	-	-	0,16	274.723,03	0,00
dez-97	11,23	79,90	-	0,79	7,82	-	-	0,27	284.087,12	16,20
dez-98	6,53	56,42	27,62	0,82	6,01	0,10	-	0,51	318.656,32	12,51
dez-99	9,01	50,36	33,61	1,10	5,47	0,36	-	0,09	399.278,31	17,16
dez-00	7,28	55,20	30,46	1,19	4,16	0,78	0,84	0,10	488.976,85	23,00
dez-01	6,41	37,42	29,34	2,12	22,46	1,44	0,72	0,08	513.503,27	-
dez-02	7,84	33,97	25,41	1,73	26,64	2,98	1,33	0,10	406.300,49	-
dez-03	6,95	34,70	22,39	1,36	28,55	4,48	1,29	0,29	544.672,12	-
ago-04	6,33	34,34	22,88	0,92	28,38	5,47	1,12	0,55	556.363,97	-

* Inclui os Fundos Exclusivos.

Fonte: Anbid

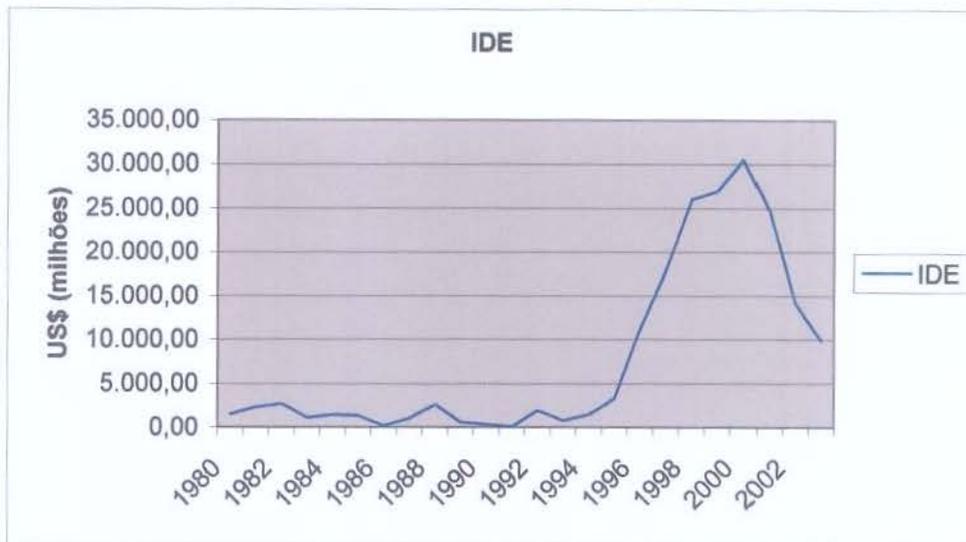
Já os fundos de pensão brasileiros adquiriram importantes lotes de ações colocados à venda no processo de privatização, sendo responsáveis pela aquisição de 13% das vendas realizadas até setembro de 1997* . Dessa maneira, estes fundos conferiram sustentação ao mercado acionário, optando por ações de primeira e segunda linhas com boas perspectivas no curto e médio prazos.

O PAPEL DO INVESTIDOR ESTRANGEIRO

Pode-se afirmar que o aumento da liquidez internacional, conjugado com a redução das taxas de juros dos EUA no início da década de 90, é um fator explicativo inicial para o crescimento das inversões estrangeiras em bolsas de valores de países em desenvolvimento. No plano interno, os programas de estabilização bem-sucedidos e o início das reformas liberalizantes

também explicam o aumento dos influxos de recursos externos nas bolsas domésticas ou na demanda por DRs.

Gráfico 2 - Investimento Direto Externo no Brasil



Fonte: IPEA

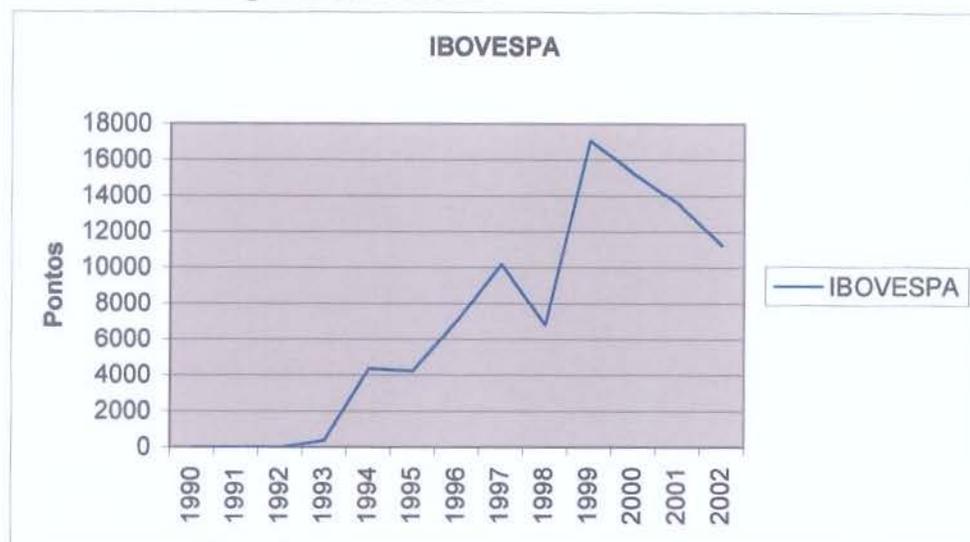
Gráfico 3 – Investimentos de *Porfolio* no Brasil



Fonte: IPEA

* Devido a dificuldades de encontrar dados mais atualizados sobre os fundos de pensão, sua análise só foi feita até 1997

Gráfico 4 - Ibovespa na década de 90



Fonte: Bovespa

Tabela 4 - Taxa de Crescimento do Ibovespa

Ano	Taxa média de crescimento (ano/ano anterior)
1986	41,27
1987	34,88
1988	2548,68
1989	1762,49
1990	308,29
1991	2315,91
1992	1015,64
1993	5437,23
1994	1059,65
1995	-1,26
1996	63,76
1997	44,84
1998	-33,46
1999	151,93
2000	-10,72
2001	-11,02
2002	-17,01
2003	97,33

Fonte: Bovespa

O mercado acionário brasileiro, a partir de 1992 (com a abertura financeira e o início da privatização de empresas estatais de grande porte), passou a ter forte presença do investidor estrangeiro de *portfolio*, sendo os movimentos deste investidor um importante componente explicativo dos ciclos de alta e de baixa do mercado interno. Dessa maneira, o mercado de capitais brasileiro articulou-se na globalização financeira, alcançando o posto de um dos

principais fornecedores de ativos financeiros dos mercados ditos emergentes, sujeitando-se às oscilações econômicas e às regras financeiras das grandes praças internacionais.

Fica muito claro, ao se analisar a evolução do Ibovespa ao longo da década de 90, o impacto de certos acontecimentos internacionais no desempenho da bolsa brasileira. A expressiva alta do índice observada no início da década pode ser explicada pelo crescimento dos investimentos de estrangeiros na bolsa doméstica. Entretanto, crises de escala mundial (algo cada vez mais comum num mundo em que a globalização financeira impera) acabam prejudicando o mercado acionário de “países emergentes” como o Brasil. É o caso da crise do México (final de 1994), que interrompeu o ciclo de alta da Bovespa. Já a queda do índice no período que vai de meados de 1997 ao fim de 1998 pode ser explicado pelo impacto negativo provocado por crises importantes nos países asiáticos (1997) e na Rússia (1998), o que afugentou os investidores internacionais do mercado doméstico. A alta expressiva que se seguiu deveu-se a compra das ações que se encontravam relativamente baratas, tanto pelo ciclo de baixa anterior como pela máxi-desvalorização do real ocorrida com a flexibilização do câmbio (os ativos brasileiros se tornaram baratos para os investidores externos). Entretanto, o estouro da bolha no mercado acionário de empresas de alta tecnologia norte-americano (Nasdaq) impactou negativamente em todas as bolsas de valores do mundo, o que explica o péssimo desempenho da Bovespa no período 2000-2002. Em verdade, o desempenho das ações brasileiras foi mais do que tudo afetado pelos ataques especulativos contra o real naquele período, que se traduziram por forte desvalorização da moeda nacional, mas também de todos os ativos nela denominados ou daqueles que representavam o risco país.

CAPÍTULO 2 - O MERCADO SECUNDÁRIO BRASILEIRO

Apesar das bolsas de mercadorias e valores serem instituições muito antigas, foi somente a partir do século XX que o comportamento das bolsas de valores de diversas praças financeiras mundiais passou a ser um dos principais indicadores da atividade econômica, atraindo o mercado acionário vultosos recursos antes aplicados em bancos ou títulos públicos. Por outro lado, o processo de informatização dos serviços financeiros ocorridos nas últimas décadas trouxe profundas modificações nos procedimentos de negociação, liquidação e custódia.

O Brasil, por sua vez, tem apresentado uma relação capitalização de mercado/PIB relativamente baixa (sempre inferior a 50% do PIB), o que indica um elevado potencial de crescimento do mercado acionário.

Gráfico 5 - Capitalização Bursátil da Bovespa



Fonte: Bovespa

Observa-se um crescimento expressivo dos volumes negociados em bolsa nas diversas praças financeiras internacionais durante os anos 90, sendo que os principais fatores que contribuíram para isso foram: a política de baixas taxas de juros norte-americanas, a

flexibilização da regulamentação, a recuperação da economia dos EUA e a estabilização econômica dos países latino-americanos. Entretanto, em alguns momentos, crises como a do México (final de 1994) desviaram recursos para bolsas de praças mais seguras.

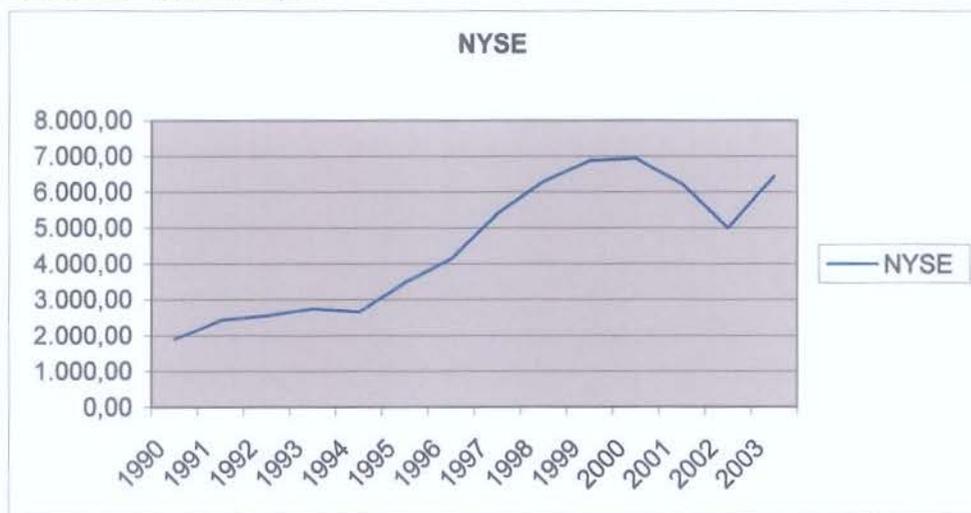
Como apontado por Farhi e Cintra (pg. 41, 2003),

“A economia americana, na década de 1990, foi marcada por uma e contínua elevação nos preços das ações, ancorada em um excepcional período de crescimento das inovações tecnológicas que levaram ao aumento na produtividade do trabalho, nos gastos dos consumidores e no investimento empresarial. Alguns chegaram a cunhar a expressão ‘nova economia’ para descrever a expansão das empresas de alta tecnologia, que abriam espaço para um crescimento econômico contínuo e, conseqüentemente, a eliminação da oscilação característica dos ciclos produtivos. Os preços das ações em geral e, em particular, das empresas de alta tecnologia, passaram a refletir expectativas de permanente alta, embutindo múltiplos extremamente elevados da relação preço/lucro das corporações ou atribuindo valores de bilhões de dólares a empresas que nunca tinham gerado lucro, apenas dispunham de ‘boas’ idéias como patrimônio (Amazon, por exemplo). Alan Greenspan, presidente do federal reserve, alertou que os preços das ações americanas padeciam de uma ‘exuberância irracional’ já em meados de 1996. Seus sinais, entretanto, não tiveram efeitos práticos nas bolsas de valores, que perseguiram uma irresistível ascensão, brevemente entrecortada pelas crises dos países do Sudeste Asiático (1997), da Rússia e do Long-Term Capital Management (LTCM) em 1998 e pela desvalorização da moeda brasileira em janeiro de 1999.”

Entretanto, a bolha especulativa começou a estourar em março de 2000, o que ampliou enormemente a volatilidade nos mercados de ações dos EUA, influenciando todas as bolsas de valores do mundo. Para agravar esta situação, apareceram falcatruas contábeis em companhias do porte da Enron e WorldCom⁴, o que implicou em novas quedas nos preços das ações, podendo este movimento ser caracterizado por um *crash* bursátil de grandes proporções. Dados da Federação Internacional das Bolsas de Valores (FIBV) dão conta de que, entre março de 2000 e junho de 2002, as perdas nas bolsas mundiais já ultrapassavam US\$11,5 trilhões, sendo mais de US\$5,4 trilhões só nos EUA.

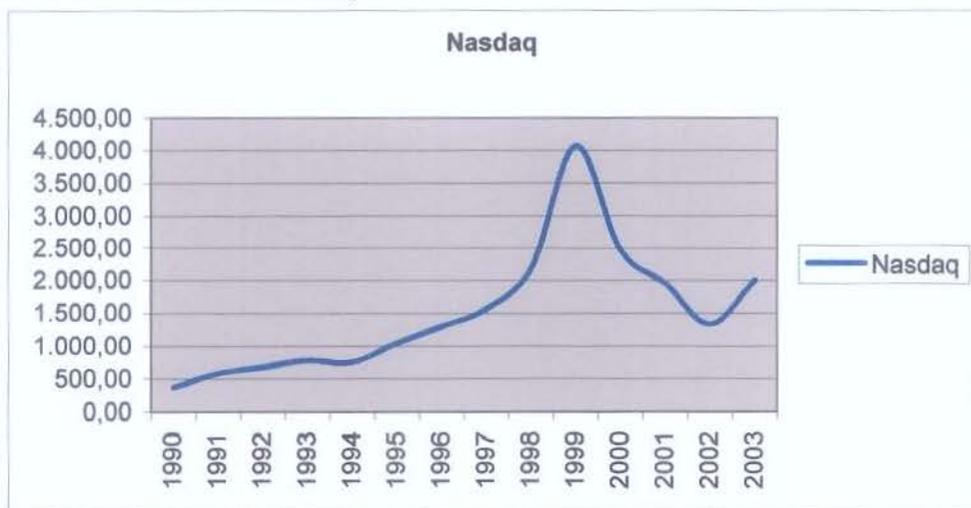
⁴ Os casos da Enron e WorldCom evidenciaram a fragilidade dos balanços patrimoniais frente falcatruas contábeis

Gráfico 6 – Índice Nyse



Fonte: FIBV

Gráfico 7 – Índice Nasdaq

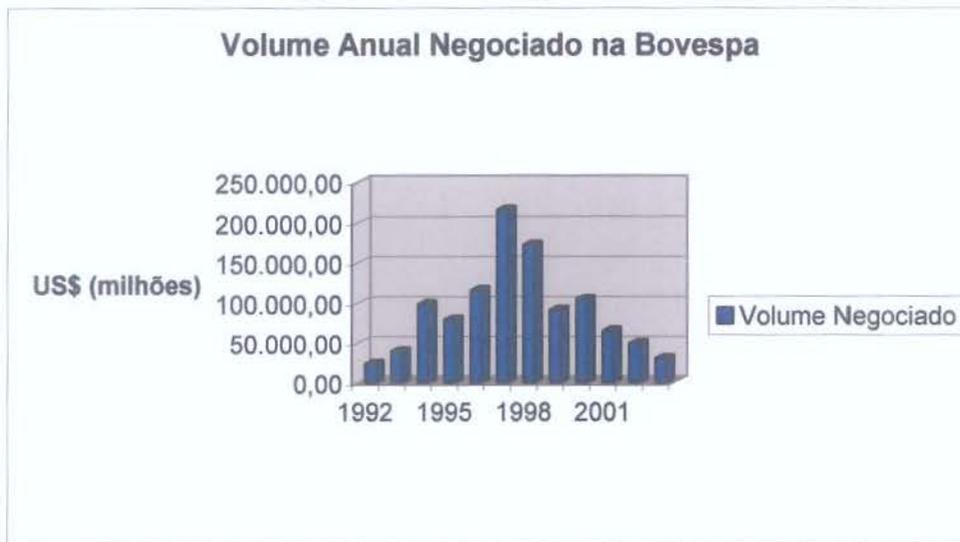


Fonte: FIBV

Na América Latina, as bolsas de valores apresentaram um enorme crescimento nos anos 90, devido à recuperação macroeconômica da região, sua abertura comercial e financeira e o respectivo processo de privatização, que atraiu tanto o investidor doméstico como o estrangeiro.

A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) e a de São Paulo (Bovespa) surgiram no final do século XIX, mas ganharam expressão a partir das reformas pós-64, que criaram a Lei de Mercado de Capitais e estimularam as bolsas com incentivos fiscais. Na década de 80, a Bovespa foi superando a BVRJ em volumes negociados, tendência que se acentuou na década seguinte.

Gráfico 8 – Volume negociado na Bovespa



Fonte: Bovespa

A abertura ao exterior, além de aumentar o patamar de volume negociado nas bolsas brasileiras, provocou também mudanças qualitativas, refletindo a resposta das instituições domésticas às exigências dos novos investidores.

Gráfico 9 – Volume diário negociado na Bovespa



Fonte: Bovespa

Além do aumento da participação do investidor estrangeiro, verificou-se também um expressivo aumento da participação das instituições financeiras. A participação de pessoas físicas e empresas não-financeiras reduziram-se bastante, em função dos efeitos negativos da queda da bolsa após o Plano Cruzado e da política do governo de encaminhar tais investidores para fundos de investimento e fundos de pensão abertos.

Tabela 5– Participação dos agentes nos negócios da Bovespa (setembro de 2004)

Tipos de Investidores	A Vista		
	R\$ Mil	C(%)	V(%)
Pessoa Física	10.242.846	11,6	13,7
- Inv Individuais	9.481.075	10,7	12,7
- Clubes de Inv	761.770	0,9	0,9
Institucional	11.755.744	15,7	13,3
Inves. Estrangeiro	11.610.155	13,7	15
Emp. Priv/Publ.	816.616	1	1
Instit. Financeiras	5.820.441	7,6	6,7
Outros	79.838	0	0,1
Total	40.325.643	82,8	(a)

Fonte: Bovespa

(a) Participação percentual do volume total de cada mercado no volume total da BOVESPA

Verifica-se uma concentração crescente do volume dos negócios em um número cada vez menor de ações. De 1989 a 1997, as estatais privatizáveis ascenderam no *ranking* de volume

negociado, destacando-se as ações (ordinária e preferenciais) da Telebrás, que representaram 60% do volume total negociado em 1997. Atualmente, as ações mais negociadas são as preferenciais da Telemar e da Petrobras, que possuem uma grande peso na composição do Ibovespa.

Tabela 6 – Carteira teórica do Ibovespa (setembro de 2004)

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica (1)	Part.(%) (2)	Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica (1)	Part.(%)
ACES4	ACESITA	PN *	99,68428682	1,482	ITSA4	ITAUSA	PN	67,94458137	
AMBV4	AMBEV	PN *	0,960715633	2,688	KLBN4	KLABIN S/A	PN	29,06451554	
ARCZ6	ARACRUZ	PNB	21,44027395	0,968	LIGH3	LIGHT	ON *	1,042714633	
BBDC4	BRADESCO	PN	5,169633045	3,235	PLIM4	NET	PN	819,1900673	
BRAP4	BRADESPAR	PN	1,535546665	0,503	PETR3	PETROBRAS	ON	6,339860515	
BBAS3	BRASIL	ON	7,766587817	0,826	PETR4	PETROBRAS	PN	23,94372381	
B RTP3	BRASIL T PAR	ON *	4,722864318	0,438	SBSP3	SABESP	ON *	1,730790188	
B RTP4	BRASIL T PAR	PN *	20,47131593	1,703	CSNA3	SID NACIONAL	ON	15,79425536	
B RTO4	BRASIL TELEC	PN *	49,52188834	2,463	CSTB4	SID TUBARAO	PN *	2,429308963	
BRKM5	BRASKEM	PNA*	3,564501536	1,326	CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON	4,708335353	
CMET4	CAEMI	PN	179,9181488	1,239	TCSL3	TELE CL SUL	ON *	26,90156411	
CLSC6	CELESC	PNB	216,0156609	0,947	TCSL4	TELE CL SUL	PN *	62,13731332	
CMIG3	CEMIG	ON *	0,89921139	0,168	TCOC4	TELE CTR OES	PN *	46,08450133	
CMIG4	CEMIG	PN *	12,48442018	2,956	TLCP4	TELE LEST CL	PN *	85,2469045	
CESP4	CESP	PN *	11,12411857	0,558	TNEP4	TELE NORD CL	PN *	63,66540206	
CGAS5	COMGAS	PNA*	0,482670163	0,457	TNLP3	TELEMAR	ON EG	7,62176764	
CPL6	COPEL	PNB*	38,77291141	1,7	TNLP4	TELEMAR	PN EG	67,60245558	
CRTP5	CRT CELULAR	PNA*	0,310168034	0,803	TMAR5	TELEMAR N L	PNA EG	5,959088599	
ELET3	ELETROBRAS	ON *	7,251176275	1,278	TMCP4	TELEMIG PART	PN *	63,1465247	
ELET6	ELETROBRAS	PNB*	19,20605826	3,201	TLPP4	TELESP	PN *	3,025078107	
ELPL4	ELETROPAULO	PN *	2,976690479	0,862	TSPP4	TELESP CL PA	PN *	111,9968409	
EMBR3	EMBRAER	ON	9,973436651	0,649	TBLE3	TRACTEBEL	ON *	4,411810688	
EMBR4	EMBRAER	PN	19,29226621	1,65	TRPL4	TRAN PAULIST	PN *	7,726979209	
EBTP3	EMBRATEL PAR	ON *	18,16589844	1,177	USIM5	USIMINAS	PNA EJ	19,59880101	
EBTP4	EMBRATEL PAR	PN *	125,0005326	4,166	VCPA4	V C P	PN *	1,342780865	
GGBR4	GERDAU	PN	11,73681713	2,494	VALE3	VALE R DOCE	ON	4,855474923	
PTIP4	IPIRANGA PET	PN	4,942703356	0,336	VALE5	VALE R DOCE	PNA	17,6618396	
ITAU4	ITAUBANCO	PN *EJ	1,980109617	2,578					

Fonte: Bovespa

O movimento de abertura de capital das empresas privadas na década de 90 foi pequeno, contribuindo para que os negócios no mercado secundário com essas companhias perdessem importância relativa. Algumas empresas privadas optaram por ADRs ou GDRs (*Global Depositary Receipts*), como o Grupo Pão de Açúcar e a Votorantim Celulose e Papel (VCP), disponibilizando menos ações no mercado doméstico.

Tabela 7 – Valor de Mercado das Companhias com ações na Bovespa

Valor de Mercado das Cias Abertas (US\$ bi)	
1991	43,62
1992	45,26
1993	99,43
1994	189,06
1995	147,57
1996	216,93
1997	255,41
1998	160,89
1999	228,54
2000	225,53
2001	185,44
2002	124,04

Fonte: FIBV

Grande crescimento do Ibovespa após o sucesso do Plano Real em manter a estabilização monetária e a vitória de FHC sobre Lula nas eleições presidenciais de 1994.

Tabela 8 – Índice preço/lucro das empresas participantes da Bovespa

Ano	P/L
1990	3,6
1991	7,8
1992	8,8
1993	8,4
1994	12,6
1995	26,9
1996	34,0
1997	12,5
1998	16,9
1999	37,8
2000	11,0
2001	13,1
2002	7,0
2003	8,4

Fonte: FIBV

A evolução positiva do P/L deveu-se ao aumento da demanda por ações de empresas privatizáveis e à redução do risco-Brasil no ambiente de estabilização monetária. Entretanto, a máxi-desvalorização de 1999 e os efeitos do estouro da bolha na Nasdaq fizeram o índice regredir a patamares do início dos anos 90.

AS CONSEQUÊNCIAS DAS PRIVATIZAÇÕES PARA O MERCADO ACIONÁRIO

Analisando o longo processo de privatização da Europa Ocidental, o qual teve como pioneira a administração Thatcher na Inglaterra (anos 80), percebe-se um aumento da participação dos acionistas minoritários e o crescimento expressivo da capitalização e liquidez das bolsas de valores. O modelo adotado foi o de privatização pulverizada, que consiste na venda preferencialmente para um grande número de acionistas (empregados e público em geral), evitando-se a concentração em investidores institucionais e/ou grandes grupos econômicos .

Pode-se afirmar que o processo de privatização dos países latino-americanos foi, ao lado das baixas taxas de juros dos EUA, a principal causa do expressivo ingresso de recursos externos verificado nesses países durante a década de 90, tanto sob a forma de recursos de *portfolio*, como de investimentos diretos. Tais recursos contribuíram para garantir a estabilização macroeconômica da região e, ao mesmo tempo, transformaram os mercados de capitais domésticos, inserindo-os na lógica da globalização financeira.

No Brasil, criou-se o Plano Nacional de Desestatização (PND) através da lei nº 8031/90, tendo como um dos objetivos contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do aumento da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrassem o programa. Entretanto, não houve a democratização da propriedade do capital, predominando a venda de estatais para bancos, grandes grupos e investidores institucionais. Até setembro de 1997, apenas 6% haviam sido compradas por pessoas físicas, sendo 3% referentes aos empregados das próprias firmas privatizadas. Já a participação dos

investidores institucionais referiu-se basicamente aos fundos de pensão, tradicionais compradores de ações. Houve alterações consideráveis nas condições de negociação no mercado acionário brasileiro, entre elas a crescente demanda por ações de setores passíveis de privatização e a flexibilização das regras. No caso das firmas privatizadas, verificou-se uma valorização das respectivas ações no processo de privatização, principalmente antes dos leilões (os principais foram realizados na BVRJ), em função da esperada melhora de rentabilidade (decorrente da liberação dos preços, saneamento financeiro prévio e drástico corte de pessoal), de aumento da liquidez das ações e do maior *disclosure* (abertura das informações da firma aos investidores interessados). O governo brasileiro desempenhou papel fundamental, não apenas como vendedor, mas também oferecendo financiamento (através do BNDES) a grandes grupos nacionais e facilitando progressivamente a entrada de investidores estrangeiros.

CAPÍTULO 3 – MERCADO PRIMÁRIO DE TÍTULOS

De acordo com Studart (1998), o investimento pode ser financiado por:

- a) Lucros acumulados;
- b) Crédito criado ou intermediado pelos bancos;
- c) Lançamento de títulos mobiliários.

Há uma divisão básica entre o padrão baseado no mercado de capitais (*market based*), como nos EUA, e o baseado no sistema de crédito, como no Japão e Alemanha. Como aponta Studart, historicamente o modelo de mercado de capitais foi exceção, e os países em desenvolvimento montaram suas estruturas de financiamento baseadas no crédito bancário, sendo que, nas experiências desenvolvimentistas (caso brasileiro principalmente na década de 70), o modelo de crédito bancário foi administrado pelo governo. Mas, a partir dos anos 70, ocorreram importantes transformações de âmbito internacional, que levam ao crescimento do mercado de capitais como padrão de financiamento. O novo modelo de finanças securitizadas que surge, segundo Belluzo (1997), apresenta 3 características: profundidade, implicando mercados secundários de grande porte; liquidez e mobilidade; e volatilidade, a qual estimulou o mercado de derivativos.

No Brasil, as reformas monetário-financeiras de 1965-1967 se inspiraram no modelo financeiro dos EUA, à época segmentado e baseado no mercado de capitais. Entretanto, ao longo da década de 70, o mercado de capitais não se desenvolveu, ficando instituições criadas para este fim (bancos de investimento, corretoras e distribuidoras) voltadas para movimentos de curto prazo com ações, operações de *open-market* e repasse de captações externas. Vigorou, então, o padrão de financiamento baseado no crédito (externo, principalmente) e recursos fiscais. Mas esse padrão vai à falência na década de 80 devido à crise fiscal-financeira do Estado brasileiro.

Com as reformas neoliberais implementadas na década de 90, o mercado de capitais cresce em decorrência do maior papel do investidor estrangeiro e das privatizações.

Destaca-se que, no mercado de capitais doméstico, uma companhia é considerada aberta quando faz a colocação de valores mobiliários (qualquer título ou contrato coletivo lançado publicamente) em bolsas de valores ou no mercado de balcão. Sendo que as operações de abertura de capital devem ser registradas na CVM, da mesma maneira que as posteriores colocações públicas de outros lotes de valores mobiliários e os programas de *Depositary Receipts*. Após o lançamento inicial através de ações, as empresas costumam obter registro em bolsas de valores para garantir liquidez aos títulos lançados.

A CVM foi inspirada na Security Exchange Commission (SEC) norte-americana, mas esta última é muito mais rigorosa quanto à qualidade e quantidade das informações necessárias à abertura de capital e manutenção da condição de companhia aberta, sendo as irregularidades punidas com rapidez e passíveis de processos judiciais. Além de maiores exigências, existem no mercado de capitais norte-americano mais cuidados com a divulgação pública da informação.

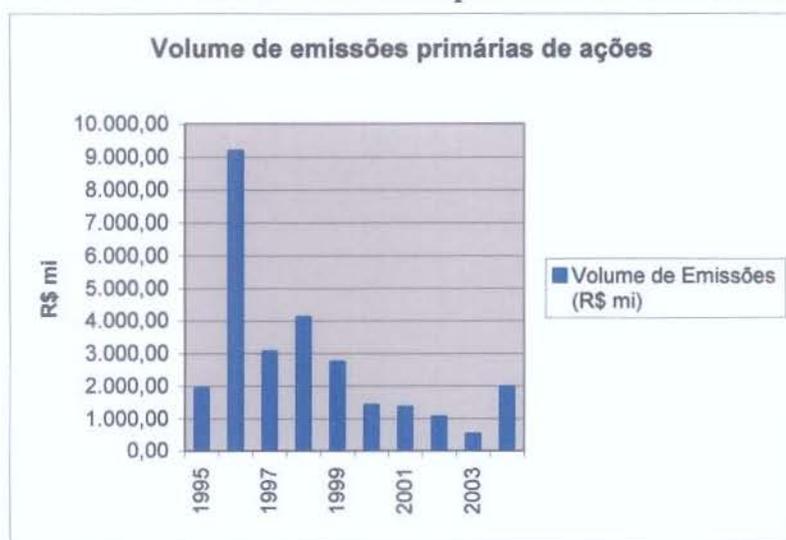
De 1986 a 1997, verificou-se uma redução do número de companhias abertas, embora nos últimos anos tenha ocorrido certa recuperação. A retração se deve à falta de atratividade do mercado acionário a partir do Plano Cruzado (1986) até 1992, ao processo de fusões e reestruturações societárias das companhias privadas e à concentração dos negócios com ações de empresas estatais. Já a recuperação foi liderada por companhias de *leasing* e de securitização de recebíveis. Já o número de firmas estrangeiras que promoveram abertura de capital no mercado doméstico foi irrelevante, pois estas sempre tiveram fontes de financiamento externo e aportes financeiros das matrizes. Em 1996, foi lançado o mecanismo de BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*), visando atrair empresas estrangeiras listadas em bolsas internacionais para a negociação em bolsas domésticas, mas o resultado foi inexpressivo.

Tabela 9 - Evolução do número do número de companhias abertas com ações na Bovespa

Ano	Nº Cia Abertas
1990	579
1991	570
1992	565
1993	551
1994	549
1995	544
1996	551
1997	545
1998	535
1999	487
2000	467
2001	441
2002	412
2003	391

Fonte:FIBV

Gráfico 10 - Volume de emissões primárias no mercado de ações brasileiro



Obs: O volume de 2004 refere-se ao acumulado até agosto

Fonte: CVM

Pode-se dividir a evolução do mercado primário em 2 períodos:

- a) Do Plano Cruzado (1986) ao Plano Collor (1991), quando as emissões estavam voltadas apenas para o mercado doméstico e seu volume foi pequeno;

- b) De 1992 até hoje, quando o mercado primário passou a ser condicionado pelo aumento do grau de abertura ao investidor estrangeiro e pela privatização de grandes estatais, sendo que os volumes de lançamento foram crescentes.

O ano de 1986 foi um marco para o mercado primário de ações. Em função da inicial queda das taxas de juros e das perspectivas de crescimento abertas pelos primeiros meses do Plano Cruzado, muitas firmas optaram por financiar seus planos de investimento através do lançamento de ações. O mercado secundário estava aquecido, e a maior parte das empresas não encontrou dificuldades de colocação a bom preço. Entretanto, após a mudança da política monetária, o mercado secundário sofreu uma reversão. Seguiu-se um período de altas taxas de juros e crescente endividamento por parte das empresas, sendo que os lançamentos de títulos se concentraram nas debêntures, notadamente para a reestruturação dos passivos. O plano de estabilização do governo Collor contribuiu para agravar a situação do mercado de ações e de debêntures, dado o enxugamento drástico da liquidez e o posterior efeito recessivo. Muitas empresas fecharam seu capital para reduzir custos, algumas deixaram de existir ou foram incorporadas por outras. O BNDES, através do BNDESpar (criado em 1982), atuou como comprador de ações e debêntures, ocupando o lugar do ausente investidor privado, fornecendo recursos às empresas e certa sustentação ao mercado, transformando-se progressivamente no maior agente investidor individual doméstico.

A partir de 1992, o mercado primário de títulos começou a crescer, impulsionado pela crescente liquidez internacional (decorrente, em grande parte, das baixas taxas de juros norte-americanas) e pela progressiva abertura financeira. Paralelamente, ocorreu a flexibilização das regras no mercado doméstico (estruturação de inovadoras operações de recursos, como a securitização de dívidas e recebíveis). Como analisa Baer (1996), nesse período de nova inserção financeira internacional, a captação de recursos via colocação de títulos no exterior constituiu-se

em fonte importante de financiamento para grandes empresas. Embora tenha havido progressiva elevação dos índices das bolsas, o mercado primário não apresentou reação compatível.

O aquecimento das bolsas a partir de 1992 deu-se com a concentração dos negócios nas estatais passíveis de privatização, não havendo demanda significativa pelas companhias privadas. Até meados de 1995, a situação macroeconômica não era favorável ao lançamento de ações. Havia dúvidas quanto à eficácia do Plano Real, além de ocorrerem duas crises internacionais (do México e do Sudeste Asiático), que impactaram negativamente nas bolsas de valores dos países em desenvolvimento. Com a taxa de juros interna mantida em patamares elevados, não existiram projetos capazes de apresentar uma rentabilidade suficientemente atrativa que viabilizasse a tomada de recursos no mercado acionário.

CAPÍTULO 4 - OS ENTRAVES AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO

Nunca, na história do capitalismo brasileiro, o mercado de acionário cumpriu um papel de destaque, alavancando recursos para investimentos de alta intensividade de capital de longos prazos de maturação, apesar de todos os esforços empreendidos pelo governo desde as reformas financeiras do PAEG (1964-67). No período que antecede a abertura da economia brasileira (início do governo Collor), não foi devido à falta de leis e instituições que o mercado acionário nacional não se desenvolveu, mas sim porque, com o fechamento da economia, os investimentos e as necessidades de financiamento das empresas eram limitadas, podendo, assim, serem atendidas pelos lucros retidos, créditos comerciais e oficiais (BNDES). A obrigatoriedade de divulgar balanços dificulta a utilização de mecanismos de informalidade na gestão das empresas abertas (o popular “caixa dois”), tornando-as, algumas vezes, menos competitivas que as firmas fechadas. Ademais, a estrutura familiar das empresas brasileiras originou uma cultura contrária à abertura de capital. Para completar, a lei das Sociedades Anônimas (S.A.), ao influenciar a distribuição de valor entre o investidor, o administrador e o controlador, dando preferência para este último, é o que, aliado ao crédito subsidiado, produzia empresários ricos, firmas com base de capital pequena e desinteresse dos investidores. Mesmo com o crescimento experimentado ao longo da década de 90, não ocorreu o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, tendo ficado restrito a um número pequeno de empresas que apresentavam liquidez, o que elevou a concentração nesta década.

Tabela 10 – Capitalização bursátil pelo mundo**Capitalização Bursátil sobre o PIB pelo Mundo (%)**

Países	Média 1994-96	Rank	Países	Média 1994-96	Rank
Malásia	279,8	1	França	35,5	22
África do Sul	195,7	2	Dinamarca	35,3	23
Luxemburgo	188,1	3	Indonésia	33,2	24
Singapura	175,2	4	Zimbábwe	32,5	25
Reino Unido	132,2	5	Noruega	32,1	26
Suíça	128,7	6	México	31,7	27
Chile	119,3	7	Brasil	27,9	28
Estados Unidos	95,9	8	Alemanha	25,1	29
Holanda	89,7	9	Colômbia	20,7	30
Filipinas	87,7	10	Portugal	19,5	31
Austrália	84,9	11	Itália	19,4	32
Suécia	80,4	12	Paquistão	18,4	33
Tailândia	76,8	13	Sri Lanka	17,8	34
Japão	72,6	14	Grécia	16,6	35
Canadá	67,8	15	Turquia	15,1	36
Nova Zelândia	54,9	16	Áustria	14,8	37
Finlândia	41,5	17	Egito	14,3	38
Israel	41,2	18	Argentina	13,8	39
Bélgica	39,8	19	Nigéria	9,6	40
Índia	37,9	20	Venezuela	8,7	41
Espanha	36,4	21			

Fonte: *World Development Indicators 1999 (Banco Mundial)*

Tabela 11 - Valor transacionado pelo mundo**Valor Transacionado sobre o PIB pelo Mundo (%)**

Países	Média 1994-96	Rank	Países	Média 1994-96	Rank
Malásia	145,7	1	México	14,9	22
Singapura	77,2	2	Chile	13,9	23
Estados Unidos	74	3	Nova Zelândia	13,8	24
Holanda	66,3	4	Áustria	9,5	25
UK	47,2	5	Itália	9,3	26
Suécia	45,9	6	Indonésia	9,3	27
Austrália	38	7	Bélgica	6,9	28
Tailândia	38	8	Paquistão	6,9	29
Canadá	35,4	9	Índia	6,8	30
Alemanha	26,3	10	Peru	6,3	31
Japão	25	11	Grécia	5,8	32
Filipinas	24,1	12	Portugal	5,5	33
Turquia	22,4	13	Sri Lanka	2,9	34
Espanha	22,2	14	Zimbabwe	2,5	35
França	21,6	15	Argentina	2,4	36
Israel	17,6	16	Colômbia	2,1	37
Dinamarca	17,1	17	Egito	2,1	38
África do Sul	15,7	18	Luxemburgo	2,1	39
Noruega	15,5	19	Venezuela	1,4	40
Finlândia	15,5	20	Nigéria	0,1	41
Brasil	15,3	21			

Fonte: *World Development Indicators 1999 (Banco Mundial)*

Ao final da década, com o fim das privatizações mais importantes, o aumento dos custos de transação (ocasionado pela cobrança da CPMF) e o surgimento e crescimento da facilidade de acesso às bolsas internacionais (via ADRs), as bolsas brasileiras perdem atratividade. Nota-se a migração da liquidez das ações das melhores empresas para mercados maiores, sem que, no entanto, novas empresas ocupem o espaço deixado. O ponto a destacar é que a maioria das empresas nacionais jamais viu o mercado acionário como fonte de recursos, sendo que a redução do número de empresas abertas já era visível desde o início dos anos 90. Dessa maneira, a migração da liquidez para o mercado internacional foi apenas mais um agravante.

O principal desafio, atualmente, é tornar o mercado de ações atraente para as empresas nacionais. Para tanto, torna-se fundamental a montagem de uma estratégia que permita uma

evolução no mercado de capitais brasileiro de maneira que, em pouco tempo e eficientemente, ele possa contribuir para a retomada de um crescimento sustentado.

As causas que impedem um maior desenvolvimento do mercado de ações brasileiro são diversas, sendo que as principais são:

- a) Altas taxas reais de juros (que predominam na economia brasileira desde a década de 90, principalmente a partir do Plano Real) acabam por desestimular a aplicação de recursos por parte dos investidores no mercado acionário, pois este apresenta um risco elevado de prejuízo. Por outro lado, estas taxas acabam por estimular a aplicação em títulos da dívida pública, os quais apresentam boa remuneração e risco menor de prejuízo (no caso uma moratória da dívida pública). Além disso, essas taxas acabam por prejudicar a rentabilidade das empresas abertas, o que impacta negativamente nas cotações de suas ações em bolsa;

Gráfico 11 – Evolução da taxa Selic



Fonte: BC do Brasil

- b) A taxa de investimento do país permaneceu baixa nos últimos anos;

Gráfico 12 – Taxa de Investimento no Brasil



Fonte: IPEA

- c) Continua persistindo nos grupos controladores privados nacionais o preconceito contra a abertura de capital e a democratização do controle da firma. A opção de emitir ações preferenciais⁵ em detrimento a ações ordinárias⁶ é uma prova deste fato. Iniciativas como o Novo Mercado⁷ tem por objetivo alterar essa realidade, mas o número de empresa

⁵ Ações garantem aos acionistas maior participação nos resultados da empresa, mas que não dão direito a voto. A preferência, no caso, diz respeito à distribuição dos resultados, ou seja, os acionistas preferenciais têm prioridade no recebimento de proventos e no reembolso de capital em caso de dissolução da sociedade em relação aos demais acionistas

⁶ Ações que conferem ao acionista direito de voto na empresa, por ocasião da realização das assembleias de acionistas

⁷ O Novo Mercado é um segmento de listagem criado pela Bovespa que diferencia a negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem com a adoção de práticas de governança corporativa e abertura de informações adicionais em relação ao que é pela legislação. Para uma empresa entrar no Novo Mercado, ela precisa aderir a um conjunto de regras societárias, conhecidas como boas práticas de governança corporativa, que são muito mais rígidas do que as determinadas pela legislação brasileira. Este conjunto de regras amplia os direitos dos acionistas, melhora a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferece aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada. Para medir a performance das ações que participam deste segmento de listagem, a Bovespa criou o IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada, que inclui tanto as empresas que aderiram às regras do Novo Mercado, como também aquelas que fazem parte dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa, que são intermediários entre os padrões que constam da legislação brasileira e aqueles do Novo Mercado.

listadas, embora crescente, ainda é pequeno (em novembro de 2004, participavam desse mercado: Cia Concessões Rodoviárias, Cia Saneamento Básico do Estado de São Paulo, CPFL Energia, Grendene e Natura Cosméticos);

- d) Entre 1992 e 1997, o movimento de fusões e aquisições de empresas de capital privado nacional foi muito maior do que o de abertura de capital dessas companhias;
- e) Para companhias de médio porte, o custo de abertura inicial de capital é alto, seja por ações ou debêntures, e também os gastos para a manutenção da condição de companhia aberta são elevados;
- f) Algumas empresas (entre elas, a Aracruz e o Pão de Açúcar) optaram por lançamento de ADRs ao invés de emitirem ações no mercado doméstico;
- g) A estrutura tributária brasileira não incentiva operações com renda variável, sendo que, até 2003, a CPMF incidia sobre as transações com ações. A medida de redução de IR nesse mercado está prevista para entrar em vigor em 2005;
- h) As restrições que a CVM, como órgão público, tem para contratar e pagar bem pessoal qualificado para agilizar e reforçar o controle do mercado;
- i) O estoque de ações preferenciais existente deverá perdurar mesmo com eventuais mudanças na lei das SA.

De acordo com Barros *et al.* (2000), as hipóteses básicas que sustentam a crença na possibilidade do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro são a retomada do crescimento, a queda da elevada taxa de juros reais (uma das mais altas do mundo), o aumento da competição com a entrada de novos *players* nacionais e/ou internacionais, a revolução tecnológica em curso e um espaço para a bolsa de valores brasileira cumprir também o papel de uma bolsa de acesso. Por outro lado, nossos maiores problemas são a oferta insuficiente de papéis de qualidade (de empresas boas e/ou com perspectivas de crescimento) e a falta de uma cultura de governança empresarial.

Uma série de trabalhos, entre eles o de La Porta *et al.* (1997,1998), mostra que os países que oferecem maior proteção aos minoritários apresentam:

- 1) Mercados acionários relativamente maiores;
- 2) Menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas;
- 3) Maior número de de companhias abertas (normalizado pelo tamanho da população);
- 4) Maior número de IPOs (normalizado pelo tamanho da população);
- 5) As empresas captam mais recursos através do mercado acionário;
- 6) A avaliação de mercado das empresas, medida através da relação valor patrimonial e valor de mercado, é comparativamente maior.

Tabela 12 - Concentração de mercado (segundo capitalização bursátil)**Concentração do Mercado - Capitalização Bursátil (%) - Índice FIBV (*)**

Bolsa	1991-1993 (média)		1996-1998 (média)	
	concentração	rank	concentração	rank
Londres	71,8	3	76,3	1
Hong Kong	63,6	10	75,1	2
Sulça	70,1	5	74,8	3
Madri	71,8	4	73,8	4
Austrália	75,1	1	72,3	5
Lima			70,9	6
Bolsa Alemã	63,5	11	70,7	7
Amsterdã	73,1	2	69,6	8
São Paulo	66,2	8	68,2	9
Buenos Aires	69,4	6	67,6	10
Nasdaq	54,1	17	65,9	11
Telavive	54,3	16	65,7	12
Paris	55,9	14	65,5	13
Copenhague	57,7	12	64,6	14
Atenas			64,1	15
Toronto	58,6	12	63	16
Tailândia	45,1	26	61,4	17
Nova Zelândia	69,2	7	60,3	18
Jacarta			60,1	19
Coréia	53,2	19	59,8	20
NYSE	52,3	20	59,6	21
Filipinas			58	22
Estocolmo	46	24	57,4	23
Itália	50,6	21	57,3	24
Irlanda			54,1	25
Istambul	39,3	31	53,9	26
Lisboa			52,5	27
Tóquio	48,7	23	52,4	28
Oslo	55	15	52	29
Kuala Lumpur	45,5	25	51,9	30
Santiago	53,8	18	51,1	31
Liubliana			49,2	32
Bruxelas	49,3	22	48,5	33
México	37,2	33	47,3	34
Singapura	64	9	46,9	35
Varsóvia	17	35	44,4	36
Taiwan	36,4	34	38,8	37
Joanesburgo	41,9	28	38,4	38
Luxemburgo	42	27	38,4	39
Viena	40	30	37,4	40
Helsinque	38,1	32	34,9	41

*Capitalização bursátil das 5% maiores companhias dividido pela capitalização total de Mercado.

Fonte: FIBV.

Tabela 13 – Concentração de mercado (segundo valor transacionado)
Concentração do Mercado – Valor Transacionado (%) - Índice FIBV *

Bolsa	1991-1993 (média)		1996-1998 (média)	
	concentração	rank	concentração	rank
Bolsa Alemã	84,5	1	85,8	1
Madri	66,8	6	85,1	2
Austrália	80,5	3	79,5	3
Buenos Aires	50,2	16	78,1	4
Nasdaq	59,1	9	76,9	5
São Paulo	83,4	2	75,7	6
Lima			75,2	7
Nova Zelândia	68,1	4	71,3	8
Paris	67,7	5	70,4	9
Copenhague	50,3	15	66,7	10
Londres	37,8	25	66,3	11
Itália	56,2	10	65,3	12
Suíça			64,9	13
Amsterdã	51,3	13	64,2	14
Hong Kong	51,7	12	63,8	15
Estocolmo	51,3	14	63,6	16
Santiago	61,5	8	63,2	17
Telavive	38,3	24	63,1	18
Lisboa			60,5	19
México	37,6	26	56,7	20
Irlanda			55,6	21
Joanesburgo			53	22
Liubliana			52,7	23
Toronto	61,6	7	51,7	24
NYSE			50,4	25
Jacarta			49,5	26
Tóquio	41,6	20	49,3	27
Bruxelas	41,2	21	48,1	28
Luxemburgo	23	27	48,1	29
Viena	44,5	19	47,7	30
Atenas			47,4	31
Tailândia	48	18	45,3	32
Helsinque	55,1	11	44	33
Oslo	48,8	17	42,2	34
Kuala Lumpur	20,4	29	38	35
Filipinas			37,6	36
Istambul	39,9	22	37,2	37
Coréia	39,8	23	34,9	38
Singapura	10	30	33,5	39
Taiwan	22,7	28	33,3	40
Varsóvia		41	22,9	41

* Volume de transação das 5% maiores empresas dividido pelo volume total de negociações.

Fonte: FIBV.

Tabela 14 – Padrões contábeis no mundo
Padrões Contábeis no Mundo* (nota máxima: 90 pontos)

País	Nota	País	Nota
Suécia	83	Alemanha	62
Reino Unido	78	Coréia	62
Singapura	78	Dinamarca	62
Finlândia	77	Itália	62
Malásia	76	Bélgica	61
Austrália	75	México	60
Canadá	74	Nigéria	59
Noruega	74	Índia	57
Estados Unidos	71	Grécia	55
África do Sul	70	Áustria	54
Nova Zelândia	70	Brasil	54
França	69	Chile	52
Hong Kong	69	Turquia	51
Suiça	68	Colômbia	50
Filipinas	65	Argentina	45
Formosa	65	Venezuela	40
Japão	65	Peru	38
Espanha	64	Portugal	36
Holanda	64	Uruguai	31
Israel	64	Egito	24
Tailândia	64		

Fonte: Center for International Financial Analysis & Research

Inferre-se daí que o principal instrumento de promoção do mercado de capitais deverá ser a governança corporativa, a qual dará a segurança necessária ao investidor e valorizará as empresas, as quais poderão captar recursos a um custo menor.

Existe um bom espaço para o fortalecimento do papel da Bovespa na América do Sul, tornando-se líder no mercado regional, atraindo para si, assim, a negociação de papéis de empresas da região que também apresentariam maior dificuldade de serem negociadas no mercado internacional. Para tanto, ela deve seguir algumas propostas de atuação apresentadas a seguir. Forte atuação junto ao público em geral para, por meio de campanhas institucionais, prestar esclarecimento quanto ao papel de uma bolsa de valores no financiamento da economia. Nesse sentido, o desenvolvimento da Internet no Brasil, que facilitou a realização de operações

eletrônicas (*home broker*), tem aumentado o interesse do público com relação a este mercado. Entretanto, o preconceito ainda é grande, ocorrendo a freqüente associação da bolsa de valores à especulação. Dessa maneira, a atração de pessoas físicas para esse mercado depende da maior divulgação e esclarecimento quanto ao seu papel. Maior agressividade nas alianças nacionais (SOMA); regionais (Mercosul) e internacionais, sendo que os esforços, como os realizados para a incorporação da BVRJ, devem ser ampliados. e as parcerias realizadas o mais rápido possível. Atuação para a redução dos custos de transação, dado que custos de transação elevados desincentivam as transações, prejudicando a liquidez. Maior agressividade na relação com as empresas através de um trabalho ativo de prospecção e assistência às empresas interessadas em abrir seu capital. Apoio aos administradores independentes, os quais são fundamentais para viabilizar maior cobrança de governança. Por último, a criação de um mercado específico ou uma seção dentro da Bovespa, regulado por contratos privados entre a bolsa e as empresas nela listadas, o que dispensaria mudanças legislativas, minimizando a necessidade de atuação do governo. O sucesso do Neuer Market na Alemanha demonstra que o setor privado possui um papel fundamental na promoção do desenvolvimento do mercado de capitais e a proteção a acionistas minoritários é um mecanismo eficiente para a promoção do mercado de capitais. A hipótese que levou a criação do Neuer Market é a de que a baixa performance do mercado acionário alemão se devia ao baixo nível de proteção aos acionistas minoritários. O contrato para a listagem nesse mercado prevê que quaisquer litígios sejam resolvidos por uma câmara arbitral, o que dá aos investidores maior garantia de que seus direitos serão respeitados. O principal objetivo era a criação de um mercado cujas ações apresentassem liquidez, o que atrairia novas empresas. Sua abertura se deu em 1997, com apenas 2 empresas, e o sucesso foi tão grande e repentino que mais de 200 empresas foram listadas até 2000.

O governo deve assumir também um papel de incentivador do desenvolvimento do mercado de capitais, já que ele pode contribuir para a retomada do crescimento sustentado da economia nacional. A principal medida de incentivo que o governo deveria tomar era a realização de uma reforma tributária profunda, que desonerasse o setor produtivo brasileiro (sob o qual incide uma extensa gama de pesados tributos, até mesmo em cascata, como no caso do PIS-PASEP), incentivando, dessa maneira, as empresas a crescerem e buscar recursos no mercado acionário. Por outro lado, a reforma deveria também incentivar as aplicações no mercado de capitais, diminuindo a incidência do Imposto de Renda sobre os ganhos de capital (atualmente, a alíquota é de 20%). Entretanto, essa mudança é sabidamente difícil (grande custo político) e de longo prazo. Assim, o governo deve adotar outras medidas mais fáceis de serem implementadas. A principal delas é a mudança na Lei das S.A.

A lei 6404/76, que instituiu a lei das S.A. possuía duas deficiências básicas: permitia que a companhia emitisse até 2/3 das ações sem direito a voto (ações preferenciais) e admitia que, como recompensa pela subtração do direito de voto, fosse assegurada a prioridade de reembolso de capital. Mas esta se tratava de uma falsa vantagem, pois ela só aconteceria quando a companhia se encontra em estado terminal. Já a mini-reforma de 1996, que buscava facilitar as privatizações e viabilizar a reestruturação do setor empresarial, não corrigiu os dois equívocos e acabou agravando o quadro legal vigente, ao revogar a oferta pública compulsória dirigida aos acionistas minoritários que ocorre quando a companhia troca de controle. Por meio do substitutivo elaborado pelo deputado Emerson Kapaz ao projeto de lei nº 3115, de 1997, buscou-se assegurar maior proteção aos acionistas minoritários, contribuindo para a resolução das deficiências legislativas que inibem o desenvolvimento do mercado acionário. As principais medidas foram: redução do limite de ações sem direito a voto que podem ser emitidas, efetivação da vantagem patrimonial assegurada em troca de supressão do direito de voto, regulação mais

adequada do direito de recesso nas operações de reestruturação e restabelecimento da oferta compulsória decorrente da alienação do controle da companhia aberta. Ademais, o substitutivo também avança na tentativa de aperfeiçoamento das práticas de mercado, ao reforçar aspectos de governança corporativa através de medidas como a fixação, como preço mínimo de oferta para cancelamento do registro de companhia aberta, do valor econômico da companhia.

As outras mudanças passíveis de serem tomadas pelo governo são: a introdução da obrigatoriedade de publicação de balanço a partir de um certo tamanho de firma, o que traria maior isonomia entre as empresas abertas e fechadas, eliminando a vantagem do “caixa dois” que as últimas podem apresentar; a decretação do fim da obrigatoriedade de publicação dos balanços na imprensa oficial a custos elevados, o que acabaria com uma desvantagem das empresas abertas, sendo que os balanços poderiam ser disponibilizados, de forma gratuita e fácil, num *site* da Internet; mudança na apresentação dos demonstrativos, os quais passariam a seguir normas contábeis internacionais; e alteração nas regras de liquidação de operações de compra e venda dos investidores estrangeiros, objetivando evitar a incidência de CPMF, eliminando uma vantagem indevida dos mercados internacionais, os quais drenaram negócios para fora do Brasil.

A despeito de a CVM vir se aperfeiçoando no papel de reguladora do mercado, uma atuação pública mais ativa torna-se fundamental para fortalecer sua imagem. Mas as restrições de recursos financeiros e de pessoal acabam por dificultar sua atuação. Dessa maneira, seria importante sua transformação de autarquia em agência de controle, tal como ANATEL (Agência Nacional de Telecomunicações) e ANEEL (Agência Nacional de Energia Elétrica). Assim, seus diretores teriam mandatos fixos, aprovados pelo Senado, sendo que a autonomia financeira e orçamentária seria garantida através do recolhimento de taxas de fiscalização. Atualmente, a lei nº 7913/89 atribui competência ao Ministério Público para adotar as medidas judiciais necessária para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores

mobiliários e aos investidores do mercado. Entretanto, o Ministério Público não tem condições de adotar, por iniciativa própria e na velocidade requerida, tais medidas, haja vista as outras inúmeras incumbências que possui. Por outro lado, nem mesmo a CVM consegue desempenhar suas funções na velocidade e competência necessárias, dadas a burocracia envolvida nos processos e a falta de pessoal qualificado para a função. Portanto, é muito importante que se atribua à CVM o poder de agir diretamente em juízo, independentemente do já atarefado Ministério Público.

CONCLUSÃO

O mercado acionário brasileiro passou por uma fase de aparente florescimento nos anos 90. É possível observar, nesse período, um grande aumento da capitalização bursátil, do volume transacionado e das emissões primárias, sendo que esse crescimento foi fortemente influenciado pela entrada significativa de capitais estrangeiros (em decorrência das privatizações). Apesar disso, o número de empresas abertas se reduziu durante toda a década, sinalizando que o esse mercado ainda está longe de seu pleno desenvolvimento.

Como destacado por Sousa (1998), o padrão do financiamento do investimento brasileiro permaneceu sendo predominantemente baseado no crédito administrado pelo governo (BNDES, basicamente), mas cresceram relativamente as operações de mercado de capitais em anos recentes, o que leva a concluir que o período estudado sinaliza uma transição para um padrão de financiamento misto, com a convergência do mercado de crédito com o de capitais. Entretanto, para que isso se concretize, faz-se necessário, entre outras medidas, uma redução considerável do nível da taxa de juros doméstica (algo extremamente improvável num contexto de regime de metas de inflação muito conservador), o que contribuiria para a expansão do mercado de ações brasileiro e, mais importante ainda, para um crescimento mais vigoroso da economia nacional, sem, contudo, esquecer da importância de aprimorar a questão da governança corporativa dentro das empresa brasileiras.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA, J. G.; BELLUZZO, L. G. M. **Depois da queda: a economia brasileira da dívida aos impasses do real**, Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**, São Paulo: Atlas, 2001.
- BELLUZZO, L. G. M. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M. C.; FIORI, L, (org.) **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes.
- BAER, M. Os mercados financeiros latino-americanos a partir da reinserção internacional e das experiências de estabilização nos anos 80. In: ANAIS DO SEMINÁRIO POLICY-BESED FINANCE AND ALTERNATIVES FOR FINANCIAL MARKET DEVELOPMENT, BNDES, Rio de Janeiro, fev. 1996
- BARROS, R. M de *et al.* **Desafio e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**, São Paulo: Bovespa, 2000.
- COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES. **Introdução ao mercado de ações**, Rio de Janeiro: A Comissão, 1985.
- CRUZ, P. R. D. C. **Dívida externa e financiamento de longo prazo da economia brasileira**, Universidade de Campinas, agosto de 2003.
- FARHI, M. Crédito, mercado de capitais e perspectiva de crescimento. **Política Econômica em Foco**, IE – Unicamp, Campinas ,nº 2 , set.-dez. 2003.
- FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. O crash de 2002: da “exuberância irracional” à “ganância infecciosa”. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, nº 3, Jan.-Mar. 2003
- FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**, Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.
- LA PORTA, R. *et al.* Legal determinants of external finance, **Journal of Finance**, 52, 1131-1150, 1997.
- LA PORTA, R., F. *et al.* Law and finance, **Journal of Political Economy**, 106, 1113-1155, 1998.
- SOUSA, L. A. **O mercado de capitais brasileiro no período 1987-97**, Universidade de Campinas, Campinas, 1998.
- STUDART, R. **Financial policies and growth in the context of development: lessons from Latin America and some Asian economies in the 1980's**. Texto para discussão, Rio de Janeiro.

SITES VISITADOS

ANBID (www.anbid.com.br)
Banco Central (www.bc.gov.br)
Bovespa (www.bovespa.com.br)
CVM (www.cvm.com.br)
Exame (www.exame.com.br)
FIBV (www.fibv.com)
FMI (www.imf.org)
IBGE (www.ibge.gov.br)
Infomoney (www.infomoney.com.br)
IPEA (www.ipea.gov.br)
REP (www.rep.org.br)
Valor Econômico (www.valor.com.br)