



1290001486



TCC/UNICAMP M18m



*UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS*  
*INSTITUTO DE ECONOMIA*  
*MONOGRAFIA*

*O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL E A PROBLEMÁTICA  
DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO*

MÁRCIA DE LIMA MACHADO

*Orientadora:* PROF<sup>ª</sup>.DR<sup>ª</sup> MARIA ALEJANDRA CAPORALE MADI

*Maria Alejandra Caporale Madi*

CAMPINAS  
2004

TCC/UNICAMP  
M18m  
IE/1486

**CEPOC/IE**

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>3</b>
<b>1. OS EFEITOS IMEDIATOS DA ABERTURA FINANCEIRA SOBRE O MERCADO DE CAPITAIS NACIONAL (1991-1994) .....</b>	<b>5</b>
1.1 INTRODUÇÃO .....	5
1.2 AS EXPECTATIVAS OTIMISTAS SOBRE A ABERTURA FINANCEIRA.....	6
1.3 OS REAIS EFEITOS DA ABERTURA FINANCEIRA.....	7
1.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	11
<b>2. O MERCADO DE CAPITAIS NACIONAL DEPOIS DA ESTABILIZAÇÃO DOS PREÇOS (1995-1998).....</b>	<b>13</b>
2.1 INTRODUÇÃO .....	13
2.2 CONTEXTO E APRESENTAÇÃO DA PROBLEMÁTICA MACROECONÔMICA DO FINANCIAMENTO NO PERÍODO .....	15
2.3 A INTRODUÇÃO DA CPMF .....	17
2.4 MODIFICAÇÕES NA LEI DAS S/A.....	18
2.5 A PROBLEMÁTICA EM NÚMEROS .....	18
2.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	26
<b>3. O MERCADO DE CAPITAIS NACIONAL NO SEGUNDO GOVERNO FHC (1999-2002).....</b>	<b>28</b>
3.1 INTRODUÇÃO .....	28
3.2 A QUESTÃO DA CREDIBILIDADE .....	28
3.3 ALGUMAS NOVIDADES DO PERÍODO .....	30
3.4 EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS EM NÚMEROS .....	33
3.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	40
<b>4. MERCADO DE CAPITAIS NACIONAL EM SEU PERÍODO ATUAL (2003-2004).....</b>	<b>42</b>
4.1 INTRODUÇÃO .....	42
4.2 ALGUNS NÚMEROS SOBRE O PERÍODO .....	43
4.3 DUAS NOVIDADES NO MERCADO DE CAPITAIS.....	48
4.4 IMPORTÂNCIA DA BOVESPA PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS NACIONAL ....	49
4.5 CONCLUSÃO.....	51
<b>5. EMISSÃO DE ADRS: INCENTIVO OU DESINCENTIVO AO MERCADO DE CAPITAIS DOMÉSTICO? .....</b>	<b>53</b>
5.1 INTRODUÇÃO .....	53
5.2 O RESULTADO DA EMISSÃO DE ADRS POR EMPRESAS INSTALADAS NO BRASIL.....	53
5.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	55
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>56</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>59</b>

## *Introdução*

Este trabalho visa apresentar as modificações sofridas pelo mercado de capitais brasileiro após a adoção de um novo modelo de desenvolvimento econômico no Brasil no início dos anos 90. Ademais, a pesquisa procura contribuir para a discussão sobre a necessidade de desenvolvimento desse mercado no âmbito nacional, atentando-se para o novo papel que ele deveria desempenhar, qual seja: o de principal credor do financiamento de longo prazo no Brasil.

Nos anos 90, podemos notar modificações importantes no que diz respeito ao direcionamento da política econômica de muitos países em desenvolvimento, que passaram a adotar um novo modelo de desenvolvimento econômico, com base no Consenso de Washington. Esse novo enfoque de política tinha como objetivo alcançar mudanças estruturais nesses países, que viessem solucionar alguns dos entraves ao seu desenvolvimento econômico, advindos, sobretudo, das altas taxas de inflação e do alto grau de fechamento da economia. Baseado nessa idéia, o governo brasileiro muda as diretrizes de sua política econômica promovendo uma ampla abertura comercial e financeira, somada a um otimista processo de privatizações — ancorado na premissa de Estado Mínimo do Consenso de Washington — e a uma bem sucedida tentativa de estabilização dos preços, alcançada com o Plano Real.

As modificações ocorridas no mercado de capitais, no período, são uma expressão desse movimento e ganham uma importância grande dentre as inúmeras modificações ocorridas na economia como um todo. Um maior desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro era uma das esperanças dos formuladores desse modelo e era visto como uma necessidade, dada a dificuldade de obtenção de crédito para financiamento de longo prazo na economia brasileira. Essa dificuldade foi agravada ao longo dos anos 80, chegando aos anos 90 como um grande entrave para o desenvolvimento econômico do país.

Até os anos 70, o processo de industrialização brasileiro foi marcado pelo modelo do tripé de financiamento. Nesse, o financiamento das empresas contava com recursos advindos de três lados: público, privado nacional e externo. A partir dos anos 80, a primeira ponta do tripé começa a se enfraquecer, dada a grande deterioração das contas públicas, num contexto de elevação das taxas de juros mundiais. Nos anos 90, a situação das contas públicas mostra certa recuperação, mas isso não repercute numa retomada do papel do Estado como credor do financiamento, visto a exaltação da idéia de Estado Mínimo, acoplada à criação do plano de estabilização, que exigia a manutenção de superávits fiscais. Apenas o BNDES continua com seu importante papel no

financiamento nacional, e, embora tenha investido em parcerias com o setor financeiro privado, não obteve grande êxito. No que diz respeito ao financiamento privado nacional, ao longo dos anos 80, ele se deu, principalmente, via autofinanciamento oriundo dos lucros retidos, já que o mercado bancário privado, bem como o mercado de capitais, nunca se caracterizaram pela concessão de crédito de longo prazo. Com o advento dos anos 90, essa ponta do tripé também se enfraquece. Num contexto de abertura comercial e baixo crescimento econômico, combinado à estabilização dos preços, verifica-se uma maior dificuldade para elevação dos mark ups (Costa & Deos, 2002). Com isso, tem-se uma diminuição dos recursos destinados ao autofinanciamento via reinversão dos lucros.

Assim, num momento em que o setor financeiro privado mostrava-se pouco dinâmico, criou-se a esperança de que o mercado de capitais, neste novo contexto da economia, tivesse todas as chances de se desenvolver, tomando a frente na concessão do financiamento de longo prazo do país.

Diante disso, o presente trabalho irá avaliar, com base no período 1991-2004, até que ponto essas mudanças ocorridas no mercado de capitais, pós-abertura financeira, foram positivas e quais foram os obstáculos que não foram eliminados – mesmo com a liberalização e com a estabilização dos preços (pós-Plano Real) – e que, agora, impõem-se como um verdadeiro desafio a ser superado pela economia brasileira.

Destarte, a monografia se justifica pela importância, presente ao longo do período em análise, da discussão sobre a necessidade do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, que parece ser uma das vias mais plausíveis para se elevar as taxas de investimento e promover o crescimento econômico do Brasil.

A divisão do trabalho foi feita da seguinte forma: o capítulo 1 abarca os primeiros efeitos da abertura financeira no Brasil (1991-1994); no capítulo 2, temos os efeitos imediatos da estabilização monetária (1995-1998); no capítulo 3, estende-se a análise do mercado de capitais para o período imediatamente posterior à crise cambial (compreendido entre 1999-2002); o capítulo 4 centra sua análise no período atual (2003-2004) e o capítulo 5 faz uma reflexão sobre um possível fator negativo para a dinâmica do mercado de capitais interno – a questão das emissões externas, mais precisamente, sobre as ADRs. Na conclusão, temos uma reflexão sobre os resultados de toda pesquisa.

# ***1. Os Efeitos Imediatos da Abertura Financeira sobre o Mercado de Capitais Nacional (1991-1994)***

## **1.1 Introdução**

A abertura financeira – concebida como um dos pilares do novo modelo de desenvolvimento econômico, iniciado no governo Collor – teria como principal objetivo potencializar o mercado financeiro brasileiro. O meio para se chegar a tal resultado seria a concorrência que se travaria entre o capital nacional e o capital estrangeiro. No mercado de crédito, teríamos, como consequência, um sistema bancário muito mais eficiente, com “spreads” mais baixos, o que diminuiria os custos dos empréstimos. Quanto ao mercado de capitais – que é o foco deste trabalho –, a maior eficiência estaria refletida, sobretudo, no mercado acionário, que é, caracteristicamente, centrado no financiamento de longo prazo. Para isso, grande contribuição seria dada pelos capitais externos, que, num contexto de deterioração do modelo do tripé de financiamento, serviriam como importante alavanca na captação de recursos por prazos mais longínquos<sup>1</sup>.

Analisando o processo de abertura financeira, verificam-se mudanças aparentemente significativas no nosso mercado de capitais. No entanto, os problemas principais que permeavam nesse mercado, sobretudo no que diz respeito ao seu ínfimo papel no financiamento da economia nacional, mantiveram-se intactos (como ficará claro nos itens seguintes).

Os efeitos da abertura financeira sobre o financiamento no país – via mercado de capitais – serão aqui entendidos sob dois pontos de vista: os efeitos da entrada massiva de capitais externos sobre o mercado secundário e os efeitos sobre o mercado primário. Veremos de que maneira o maior volume de divisas teve impactos no “funding” interno. Na seção 1.2, apresentaremos as expectativas otimistas que se faziam a respeito dos efeitos da abertura financeira sobre o mercado de capitais brasileiro. Em seguida, temos 1.3, que mostrará, por meio de tabelas e gráficos, os reais efeitos oriundos da abertura. Em 1.4, temos as considerações finais sobre esse primeiro período pós-abertura financeira.

---

<sup>1</sup> Aqui, era possível isentar o Estado de grandes responsabilidades quanto ao financiamento do país, o que, por sua vez, adequava-o à idéia de Estado Mínimo.

## 1.2 As Expectativas Otimistas sobre a Abertura Financeira

Antes da abertura financeira, tínhamos um mercado de capitais com as seguintes características: i. pequeno número de participantes; ii. pequeno volume de negócios envolvidos, levando-se em consideração o tamanho do país; iii. alto grau de concentração do mercado, sobretudo no que tange ao acionário; iv. viés curtoprazista (Pereira, 2000), com a maior parte dos financiamentos sendo de curto prazo. Todos esses pontos contribuíam para a constituição de um mercado de capitais subdesenvolvido, em que os financiamentos de longo prazo eram acessíveis a poucas empresas. Todavia, era, com efeito, o quarto aspecto ressaltado acima o mais importante. Isso porque era esse viés curtoprazista o principal responsável pela ineficiência do nosso mercado. Pelo lado da demanda, observávamos investidores com nítida preferência por investimentos em papéis com prazo curto. Nesse quadro, o mercado acionário fazia-se impopular. E, dentro desse mercado, o popular era, apenas, aplicações com grande liquidez. Essa preferência se refletia no direcionamento dos recursos para compra de ações das empresas de primeira linha, que eram as mais conhecidas e com situações financeiras mais estáveis. Em síntese, não existia, aqui, um mercado de capitais socializado<sup>2</sup>, que tivesse um papel importante no financiamento da economia.

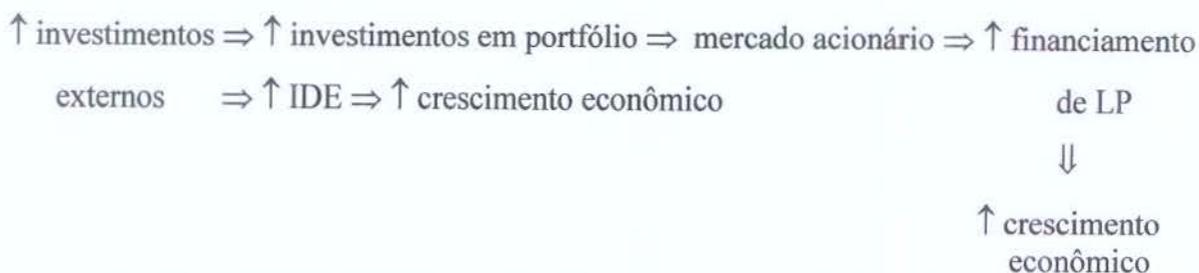
Com base nessa contextualização, muito se fantasiou sobre os resultados da abertura financeira. Pensava-se que essa resolveria todos os problemas e obstáculos que impediam o país de constituir um mercado de capitais voltado para o financiamento de longo prazo.

A abertura significaria uma porta de entrada para os investimentos estrangeiros, com impacto direto no mercado secundário (bolsa de valores). O aumento da liquidez nesse mercado representaria um atrativo para as empresas no mercado primário – que se sentiriam incentivadas à abertura de capital. Ademais, não somente atrairíamos investimento de portfólio. O investimento direto externo viria estimulado pela nova situação estrutural da economia nacional. Um mercado financeiro desenvolvido era visto como um pré-requisito importante para o investimento produtivo. A abertura comercial – com grandes perspectivas de aumento das exportações e acessibilidade a bens importados, potencialmente necessários à produção interna de outros bens –, somada ao contexto de estabilidade dos preços, já almejado no governo Collor, resultariam numa “nova” economia, com grande potencial de valorização do capital empregado.

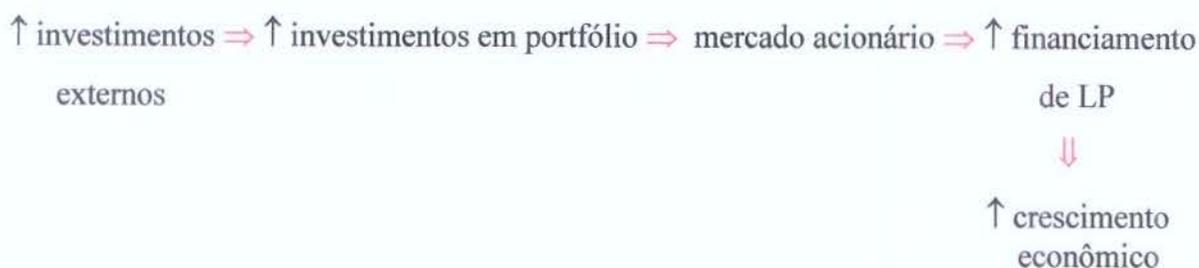
---

<sup>2</sup> Um mercado de capitais socializado seria aquele em que um grande número de empresas conseguiria captar recursos de terceiros de maneira fácil e barata.

O esquema abaixo representa claramente os resultados que se esperava obter no mercado de capitais com o advento da abertura financeira:



O enfoque, aqui, será dado ao primeiro esquema, reproduzido abaixo:



### 1.3 Os Reais Efeitos da Abertura Financeira

Observando alguns dados dos períodos subseqüentes à abertura, notamos que esta teve um papel importante na reinserção do Brasil no fluxo de capitais internacional. Comparando os anos de 1991 e 1994, tem-se um aumento de 4.256% no volume de capitais externos no país (olhar tabela 1). Não obstante, ao mesmo tempo, tivemos um aumento de 17.459% de capitais externos que saíram do Brasil. Assim, em termos de entrada líquida de capitais estrangeiros, tivemos uma elevação de 971%, o que, ainda sim, é considerado bastante significativo.

**Tabela 1**  
**Brasil: Investimentos Externos – Investidores Não-Residentes-US\$ milhões**

<b>Período</b>	<b>Ingresso</b>	<b>Retorno</b>	<b>Saldo</b>
1991	482,4	96,1	386,3
1992	2.966,82	1.652,44	1.314,38
1993	14.614,09	9.136,46	5.477,63
1994	20.532,41	16.778,24	3.754,17

*Fonte: CVM*

A abertura também teve seus efeitos sobre as aplicações na modalidade fundos de investimentos, cujo patrimônio aumentou 276% de 1992 até 1994 (olhar tabela 2). E foi a ampliação da participação dos investidores estrangeiros no país a principal responsável pela elevação do volume negociado nas bolsas de valores brasileiras. De 92 a 94, notamos um aumento de 414% (olhar tabela 3).

**Tabela 2**  
**Brasil – Fundos de Investimento – Patrimônio Líquido (em US\$ bilhões)**

<b>Ano</b>	<b>Fundos de Investimento Financeiro (1)</b>	<b>Fundo de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários</b>	<b>Fundo Mútuo de Privatização FGTS</b>
Dez/92	18,3	--	--
Dez/93	21,9	--	--
Dez/94	50,5	--	--

(1) FIF's – Renda Fixa, DI, Cambial, Livre D0.

*Fonte: CVM e ANBID*

**Tabela 3****Brasil – Mercado Secundário: volume negociado nas bolsas de valores – US\$ milhões**

<b>Ano</b>	<b>Total</b>	<b>Média Diária</b>
1992	23.754,30	96,2
1993	39.590,80	161,6
1994	98.409,20	406,6

*Fonte: CVM*

Muito embora esses números aparentem um desenvolvimento mais acentuado do mercado de capitais doméstico, a real importância do desenvolvimento desse mercado sobre a economia é verificada ao se observar a composição dos investimentos estrangeiros no país.

A maior parte das aplicações foi destinada à modalidade do Anexo IV (títulos e valores mobiliários de companhias abertas) e se concentrou no segmento ações— chegando a representar 80,1% do total dos investimentos para esta modalidade em 1993 (olhar tabela 4). Isso contribuiu para que o valor de mercado das companhias abertas aumentasse 433% no período (olhar tabela 5). Entretanto, isso não seguiu concomitante a uma diminuição do grau de concentração do mercado acionário brasileiro (Prates, 1997), já que esses investimentos se destinaram, em sua maioria, para empresas públicas em processo de privatização, dada a valorização esperada dos seus papéis. Assim, muitas empresas acabaram não usufruindo desse aumento da oferta de recursos de longo prazo.

**Tabela 4****Composição do Anexo IV- em %**

<b>Ano</b>	<b>Ações</b>	<b>derivativos</b>	<b>debêntures</b>	<b>moeda de privatização</b>	<b>Outros*</b>
1991	-	-	-	-	-
1992	-	-	-	-	-
1993	80,1	-	18,5	1,1	0,3
1994	77,5	3,9	12,4	5,4	0,8

\* Fundos de investimento financeiros, fundos de commodities e fundos de renda fixa. Dados do final do período.

*Fonte: CVM*

**Tabela 5**  
**Brasil – Valor de Mercado das Companhias Abertas (US\$)**

<b>Ano</b>	<b>Valor de Mercado</b>
1991	43,62
1992	45,26
1993	99,43
1994	189,06

*Fonte: CVM*

As operações com a ação mais negociada representavam, em 1991, 41,25% do total, um pouco acima dos ainda significativos 40,14% do total em 1994. A principal causa apontada para essa preferência é, paralelamente à valorização esperada das ações estatais, a falta de liquidez das ações de 2ª e 3ª linhas (Prates, 1999). Aqui, encontramos um círculo vicioso de difícil término: a baixa liquidez dessas ações dificulta a atratividade de sua aquisição, ao mesmo tempo em que a falta de demanda por esses papéis acentua ainda mais a falta de liquidez dos mesmos.

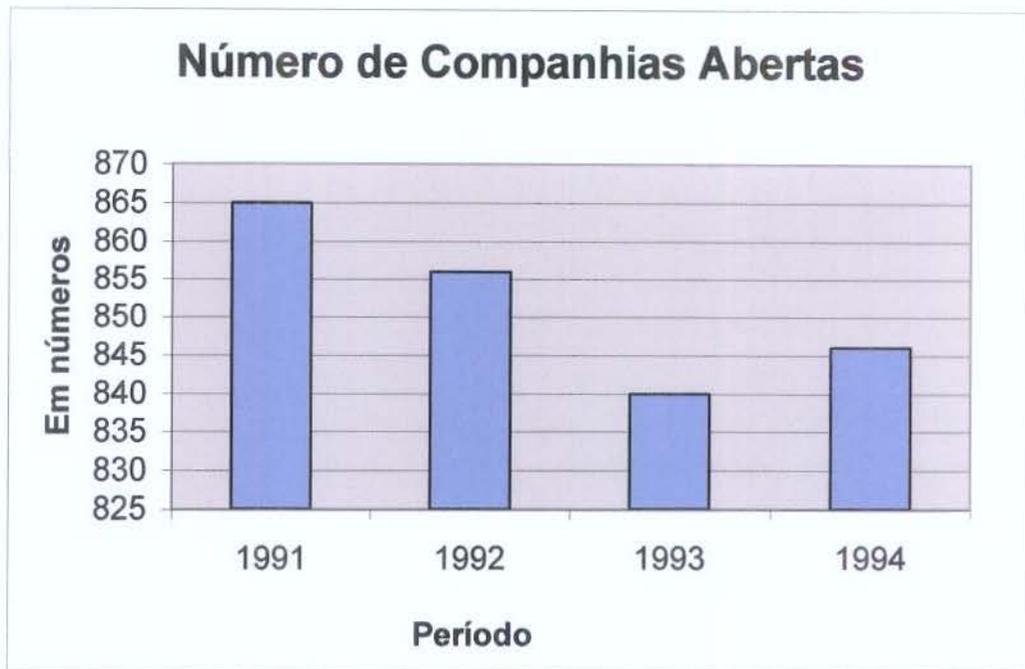
A existência desse círculo vicioso contribuiu para baixa atratividade da abertura de capital das empresas, sobretudo das pequenas e médias empresas, que, além de incorrerem num elevado custo de abertura e registro em Bolsa, dificilmente obteriam grandes captações no mercado, dada a falta de demanda por seus papéis<sup>3</sup>. Em dezembro de 1991, tínhamos 865 companhias abertas, ao passo que em dezembro de 1994, esse número caiu para 846 (gráfico 1). Essa queda tem como um de seus fatores responsáveis o processo de fusões e aquisições de empresas que ocorreu no período<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Existem outros motivos para a baixa atratividade da abertura de capital das empresas no Brasil. Eles serão levantados nos próximos capítulos deste trabalho.

<sup>4</sup> Muitas empresas vendidas ou fundidas tiveram seu capital fechado, permanecendo aberta a empresa (no caso, a comprante ou a mais forte dentre as fundidas) que possuísse maior liquidez em seus papéis.

Gráfico 1



Fonte: CVM

#### 1.4 Considerações Finais

De acordo com os dados analisados, observamos que, no período de 1991-1994, não houve mudanças substanciais no que diz respeito ao papel do mercado de capitais no financiamento de longo prazo no país. Muito embora os investimentos externos tenham se concentrado num mercado caracteristicamente voltado para o longo prazo, como é o caso do mercado acionário, a predominância dos financiamentos externos sempre concentrados nas ações de empresas em processo de privatização vis-à-vis às empresas do setor privado<sup>5</sup> (sobretudo as pequenas e médias, que acabaram tendo de usufruir, apenas, de seus recursos próprios), contribuiu para a manutenção do elevado grau de concentração do mercado de ações brasileiro. Assim, o problema do círculo vicioso no nosso mercado de capitais, que incentiva a destinação de recursos para papéis com maior liquidez – potencializando, com isso, a menor liquidez e não-preferência pelas demais ações – acabou persistindo momentos após a abertura, como um desincentivo à abertura de capital, mesmo em um ambiente com grande volume de recursos (como foi a pós-liberalização financeira).

<sup>5</sup>Nesse período, foi notória a facilidade das grandes empresas privadas em captar recursos no exterior, via emissão de títulos ou repasse por intermédio de bancos, com ganhos em termos de prazos e custos.

A visão dominante era de que a abertura financeira criaria um círculo virtuoso, e não um círculo vicioso no campo do financiamento. O primeiro movimento seria de destinação dos recursos para as ações mais requisitadas – como, de fato, ocorreu. Em seguida, ter-se-ia, com isso, um incentivo natural das empresas de 2ª e 3ª linhas à abertura de capital, movidas pela esperança de que, assim como as de 1ª linha, conseguiriam obter recursos de terceiros de maneira mais barata, dado o aumento da liquidez futura esperada. Aqui, não se observou que, na verdade, aquele primeiro movimento era um claro desincentivo à abertura de capital. Se as empresas de 2ª e 3ª linhas com capital aberto já sofriam com a baixa liquidez de suas ações no imediato pós-abertura, que incentivo isso surtiria para as empresas com as mesmas linhas abrirem seu capital num futuro próximo?

Isso mostra que, até 1994, o país não havia construído, ainda, bases firmes para que o capital externo aqui entrante se diversificasse na compra de papéis de empresas menos “conceituadas”.

Os efeitos da abertura até 1994, portanto, não foram significativos porque não acarretaram conseqüências positivas, em termos de financiamento, para empresas de médio e pequeno porte, que representam a maioria no Brasil. O resultado foi uma concentração ainda maior do nosso mercado acionário.

## ***2. O Mercado de Capitais Nacional Depois da Estabilização dos Preços (1995-1998)***

### **2.1 Introdução**

Muito do que se esperava como resultados prováveis do pós-abertura financeira no Brasil já havia se transformado em realidade improvável no início do governo FHC. A esperança de que o mercado de capitais brasileiro se transformasse no pilar mais forte do financiamento de longo prazo frustrou-se nos quatro primeiros anos da liberalização financeira. Os principais obstáculos para o alcance desse êxito mantiveram-se como características estruturais do nosso mercado de capitais.

Pelo lado da oferta, tínhamos o problema do círculo vicioso (ver capítulo 1), que se constituía na grande dificuldade da maioria das empresas brasileiras quanto à obtenção de recursos oriundos do mercado de capitais, visto a preferência dos investidores pelas ações de 1ª linha.

Ao introduzir os obstáculos pelo lado da demanda, temos a considerável resistência, por parte das empresas, com relação à captação de recursos vindos de terceiros, seja por questões culturais, seja por questões econômicas. O empresário brasileiro, sobretudo o pequeno e médio, sempre prezou pelo controle familiar do gerenciamento de sua empresa. Assim, para ele, a abertura de capital é vista sob seu aspecto negativo, qual seja: a perda do controle administrativo do empreendimento. Aqui, a resistência cultural à abertura é maior do que seus possíveis benefícios, que seriam a ampliação dos negócios – dadas as fontes adicionais de financiamento – e o aumento conseqüente dos lucros<sup>6</sup>. Sob o ponto de vista econômico, a abertura de capital é cara. Não somente a abertura em si, mas principalmente o registro das ações nas Bolsas de Valores representa um custo demasiado alto, sobretudo para empresas de pequeno e médio porte.

Um outro aspecto econômico dentro da problemática do financiamento de longo prazo no período era a alta inflação. Entendida como um obstáculo tanto pelo lado da demanda como pelo da oferta, essa era vista como a principal responsável pelo perfil curtoprazista do financiamento nacional. A inflação, ao dificultar a formação das expectativas de longo prazo, fazia com que tanto investidores financeiros como empresários se prendessem no curto prazo, a fim de evitar

---

<sup>6</sup> Muitos argumentam que a abertura de capital leva a um aumento dos lucros. Isso porque a empresa, uma vez aberta, tende a ampliar seus esforços na obtenção de lucros maiores como uma forma de tornar suas ações atrativas no mercado. A melhora do quadro econômico da empresa também adviria da melhor governança corporativa, que, por sua vez, tornaria seus papéis ainda mais atraentes.

frustrações futuras nas suas expectativas e apostas. A instabilidade dos preços construía um ambiente impróprio, ao mesmo tempo em que incerto, para o engajamento das empresas em projetos com retornos a longo prazo; a incerteza quanto aos seus lucros futuros incentivava os investidores financeiros a procurarem liquidez e segurança em suas aplicações, optando por ações de empresas sólidas – cujos lucros fossem menos vulneráveis ao ambiente instável da economia. E isso justificaria a baixa eficácia da abertura financeira no período 91-94 (como vimos no capítulo 1 deste trabalho). Diante disso, o Plano Real representava a criação de um ambiente propício ao financiamento de longo prazo.

Sabemos que, de fato, a estabilidade dos preços foi a grande conquista do governo FHC. No entanto, demanda e oferta no mercado de capitais continuaram “presos” no curto prazo. Ademais, o que se viu no período 1995-1998 foi a acentuação de um outro problema, que será ressaltado neste capítulo. Sua denominação usual é “crowding out” financeiro.

O quadro de estabilidade dos preços, como se sabe, foi construído com base na âncora juros-câmbio. Ao estabilizar um dos principais preços da economia – a taxa de câmbio–, foi necessária a manutenção de elevadas taxas de juros, que se constituiu, diretamente, num grande problema para obtenção de empréstimos, mormente de longo prazo. Indiretamente, a permanência dos juros altos significou, no mercado de capitais, um incentivo para os investidores aplicarem seus recursos em investimentos cujo retorno estivesse atrelado às taxas de juros. Assim, o que se viu foi uma preferência por aplicações em títulos do governo federal, que passaram a representar uma valorização não somente certa – por conta da segurança e credibilidade da instituição que os emite –, como também grande – visto os altos juros pagos por elas.

Neste novo ambiente, o investimento produtivo mostrou-se menos atrativo do que o financeiro, sendo que, muitas empresas, ao invés de se esforçarem na obtenção de maiores lucros no ramo em que atuavam, voltaram seus recursos para uma maior valorização em aplicações nos títulos do governo. Isso comprometeu muito o investimento na economia, o que pode ser comprovado pelo insustentável crescimento econômico do período.

As seções seguintes mostrarão as frustrações deste momento histórico. A próxima seção (2.2) apresenta, primeiro, sua contextualização, em que se sustenta a visão de que a vulnerabilidade externa, somada ao “crowding out” financeiro, diminuíram o efeito positivo da estabilidade monetária sobre o mercado de capitais. Os itens 2.3 e 2.4 mostrarão outros dois acontecimentos que acabaram, também, prejudicando o desenvolvimento do nosso mercado no

período. São eles a CPMF e as mudanças na Lei das S/A. A CPMF, ao taxar a movimentação financeira, desincentivou as aplicações financeiras, tendo impactos ainda mais negativos em aplicações cuja expectativa é de maior probabilidade de movimentações financeiras futuras (isso ficará mais claro no item respectivo ao tema). A reformulação da Lei das S/A, por sua vez, introduzida em 1997, causou uma piora na governança corporativa do mercado de capitais nacional, ao diminuir o poder dos acionistas minoritários. A seção 2.5 permitirá a observância, por meio de tabelas e gráficos, de como a variação, no período, de indicadores próprios do mercado de capitais (dentre eles o número de aberturas de capital e a participação dos investidores estrangeiros na Bovespa) comprova os efeitos do novo ambiente – de estabilidade dos preços (com maior vulnerabilidade externa e acentuação do crowding out financeiro), da introdução da CPMF e das mudanças na Lei das S/A –, citados nos itens anteriores, sobre o mercado de capitais. Em 2.5, temos a conclusão do capítulo, que consistirá num levantamento dos porquês da pouca evolução do mercado de capitais no período considerado.

## **2.2 Contexto e Apresentação da Problemática Macroeconômica do Financiamento no Período**

O governo FHC se inicia num momento em que a estabilização dos preços já estava firmada. Esperava-se que este fosse um quadro fundamental para eliminar o caráter curtoprazista das aplicações no mercado de capitais. A estabilidade criaria um ambiente propício para a formação de expectativas de longo prazo. Assim, poder-se-ia apostar num grande volume de investimentos, bem como num conseqüente e considerável crescimento econômico para o período vindouro. As empresas se sentiriam motivadas a ampliar seus negócios, podendo fazer uso das captações via mercado de capitais, já que a oferta nesse mercado se elevaria nesse contexto. Ao prever um ambiente de crescimento econômico, os investidores naturalmente alocariam seus recursos para o mercado acionário, na expectativa de grandes ganhos, mas não somente com a valorização dos papéis das empresas. O aumento dos dividendos pagos aos acionistas também se constituía como uma realidade provável.

No entanto, o ambiente de estabilidade monetária que se criou era frágil e, se analisado cuidadosamente, não incentivava, tal como o esperado, as aplicações no mercado acionário.

Ao sustentar a estabilização na âncora câmbio-juros, o Plano Real seguia paralelo a um quadro de vulnerabilidade externa. O câmbio era fixo, como uma tentativa de conter a inflação de

um dos preços mais relevantes na economia. A não flutuação do câmbio era obtida, por sua vez, pela grande flexibilidade da taxa de juros, que se mantinha alta, normalmente, e que se ampliava ainda mais, sempre que necessário. A taxa de juros alta era um pré-requisito para a atração de capitais externos e para evitar a fuga de divisas, oriunda de algum “efeito manada”<sup>7</sup> dos investimentos externos. Destarte, vemos que, ao depender dos investimentos advindos do exterior, nosso mercado de capitais esteve vulnerável, o tempo todo, a um afluxo repentino de seus recursos, o que, de forma alguma, é bom para a formação de expectativas longo prazo.

No plano externo, tivemos a ocorrência de algumas crises cambiais<sup>8</sup>, que acabou revertendo as expectativas dos investidores externos no país (observar queda das reservas, em 1997-1998, na tabela 9), causando uma grande fuga de divisas, já em 1998, o que tornou insustentável a âncora juros-câmbio, desfeita no início de 1999, com a adoção do câmbio flutuante.

**Tabela 9**  
**Brasil - Reservas Internacionais-US\$ milhões**

<b>Período</b>	<b>Reservas</b>
dez/97	47.666
dez/98	40.905

*Fonte: Bacen (Séries Temporais)*

Além de um ambiente de crescente vulnerabilidade externa ter dificultado o financiamento do país, constata-se o problema do “crowding out” financeiro, que se acentuou no ambiente de elevadas taxas de juros. Nesse contexto, claramente se mostram mais vantajosas, em termos de rentabilidade, aplicações atreladas às taxas de juros. Assim, os títulos públicos federais – que são, aliás, bastante seguros – formaram a modalidade de aplicação preferida dos investidores no mercado de capitais, enquanto o mercado acionário ficou deslocado para segundo plano. Os títulos públicos ofereciam, no período, o que dificilmente se observa como características de uma única aplicação: alto conservadorismo/ segurança, grande liquidez e alta rentabilidade. Não havia

<sup>7</sup> “Efeito manada” ocorre quando há uma fuga volumosa e repentina de divisas de um país, o que geralmente constitui um ambiente de crise cambial e abrupta queda no volume de reservas do país.

<sup>8</sup> Em 1995, tivemos a crise mexicana; em 1997, a asiática e, em 1998, a russa. Essas crises, ocorridas em alguns países emergentes, criaram a sensação de que esse grupo, no geral, apresentava uma vulnerabilidade externa muito grande e que, por isso, poderiam quebrar a qualquer momento. Os investidores estrangeiros, prevendo esse acontecimento, retiravam seus recursos do Brasil (já no ano de 1998) antes mesmo da quebra (que culminou na desvalorização do real no início de 1999). A profecia, assim, se auto-realizava.

motivos para que os investidores buscassem o mercado acionário, cujo risco das aplicações é alto e o investimento orientado para o longo prazo (menor liquidez, portanto), visando uma alta valorização de seus recursos.

Ademais, outros dois acontecimentos minimizaram os efeitos da estabilização dos preços sobre o mercado de capitais no período. São eles: a introdução da CPMF e a mudança na Lei das S/A, ambos no ano de 1997, e que são temas para os próximos dois itens.

### 2.3 A Introdução da CPMF

A CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira) começou a vigorar em 1997, com percentual de 0,20% e caráter provisório, mas tem permanecido até os dias de hoje – com alíquota maior, de 0,38%<sup>9</sup>. Segundo Novaes&Narita (2003)<sup>10</sup>, essa tributação criou inúmeras distorções, dentre elas teríamos o esvaziamento do mercado de ações brasileiro. Ao fazer uso de uma amostra de 545 ações listadas na Bovespa, por meio de um estudo econométrico, os autores concluem que a CPMF implicou uma perda de 19% sobre o volume negociado nessa bolsa. O outro resultado deste estudo é o de que o tributo alterou a composição das operações no mercado acionário brasileiro. Isso porque as ações mais afetadas foram as de empresas com pior governança corporativa. Consoante os autores:

*“... os investidores respondem a um aumento do custo de transação dando prioridade às ações que paguem dividendos, porque tais pagamentos reduzem a probabilidade de ter que incorrer em uma venda futura em resposta a uma necessidade de fluxo de caixa dos investidores. Dessa forma, as ações que pagam mais dividendos, isto é, que refletem uma melhor governança, tornam-se mais demandadas, sugerindo uma relação positiva entre volume negociado dessas ações e a introdução da CPMF”.*

*“Evidentemente, é muito pouco provável a CPMF constitua uma forma eficiente de induzir uma melhor governança no Brasil”.*

---

<sup>9</sup> Entre 1993 e 1994, o IPMF foi criado como um tributo de 0,25% sobre a movimentação financeira e seria destinado à área de saúde pública. A CPMF, por sua vez, foi criada em destinação exclusiva a essa área.

<sup>10</sup> Ver em “A CPMF e o Mercado Acionário Brasileiro: Efeitos sobre Governança Corporativa e Estilos de Investimento”, julho de 2003.

*“Entretanto, nossos resultados indicam que a CPMF explica pelo menos parte da rápida transformação na estrutura de governança corporativa da década de 90”.*

## **2.4 Modificações na Lei das S/A**

Em 1997, o governo promove mudanças na Lei das S/A, com o objetivo de facilitar o processo de privatização. Para tanto, ele aumenta os poderes dos controladores vis-à-vis o dos acionistas minoritários, trazendo conseqüências negativas em termos de transparência no mercado de capitais nacional. Segundo a Bovespa<sup>11</sup>:

*“O valor de seu investimento (dos acionistas minoritários) passou a depender não apenas da performance da empresa e do mercado em que opera – que podem ser objetivamente avaliados – mas também de decisões do sócio controlador que, apesar de corretas do ponto de vista legal, podem obedecer a critérios totalmente arbitrários e independentes da situação da empresa”.*

Com a nova Lei, a troca do controle acionário significou, muitas vezes, problemas para os acionistas minoritários, sendo que nem sempre a valorização esperada dos papéis, devido à privatização, ocorreu de fato.

## **2.5 A Problemática em Números**

Tendo em vista a contextualização apresentada nas seções anteriores, começemos a análise do período pelos dados sobre os investimentos externos. Em termos de entrada líquida de capitais estrangeiros, verificamos que, a partir de 1996, esse saldo é decrescente, até que, em 1998, ele é negativo em US\$ (2.462,28), o que foi fruto das sucessivas crises cambiais em países emergentes, como já citado no item anterior, e que se refletiu, no Brasil, como uma perda de credibilidade do país aos “olhos” dos investidores estrangeiros (olhar gráfico 2). Se observarmos a média da entrada líquida de divisas no país de dois períodos distintos – 1991 a 1994 e 1995 a 1998 –, verificamos que, no primeiro período, essa foi de US\$2.733,12, enquanto no segundo foi de US\$818,72. Assim, embora estivéssemos em um momento de estabilidade dos preços vis-à-vis um período de instabilidade monetária, o primeiro governo FHC teve, na média, uma entrada líquida menor do

---

<sup>11</sup> “Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais”, BOVESPA, junho de 2000.

que o período que o antecedeu, o que é fruto da vulnerabilidade externa acentuada pela âncora cambial.

O processo de privatização atingiu recordes de arrecadação nos anos de 1997 e 1998, sendo que, nesse último, a arrecadação ultrapassou os R\$33 bilhões. Mesmo tendo tido uma grande participação dos investidores internacionais, o ano de 98 apresentou entrada líquida negativa de divisas, o que reforça ainda mais o argumento da vulnerabilidade externa.

**Gráfico 2**



*Fonte: A partir de dados da CVM*

As aplicações no Anexo IV continuaram com a predominância dos investimentos externos em ações, que chegaram a 96,5% do total em 1997 (olhar tabela 10). Algumas modalidades novas ganharam espaço, como os derivativos e as debêntures. As moedas de privatização representaram 3,7% em 1995.

**Tabela 10**  
**Brasil: Ingresso de Investimento de Portfólio Estrangeiro- Modalidades do Anexo IV**  
**Composição da Carteira do Anexo IV (%)**

<b>Ano</b>	<b>ações</b>	<b>derivativos</b>	<b>debêntures</b>	<b>moeda de privatização</b>	<b>outros</b>
1995	89,5	1,1	5,5	3,7	0,2
1996	92	0	4,7	2,8	0,5
1997	96,5	1,4	2,1	0	0

*Fonte: BC (Boletim Mensal, vários números)*

No que diz respeito ao mercado secundário, temos um aumento de mais de 100% no volume negociado nas bolsas de valores nacionais até 1997 (ver tabela 11), tendo decrescido um pouco em 1998, por conta da expectativa de crise cambial que estava se criando. Essa elevação do volume de recursos nas bolsas refletiu no aumento no valor de mercado das ações listadas, que se ampliou em 73,10% até 1997 (olhar tabela 12).

**Tabela 11**  
**Brasil: Mercado Secundário – Volume Negociado nas Bolsas de Valores**  
**(em US\$ milhões)**

<b>Ano</b>	<b>Total</b>	<b>Média Diária</b>
1995	79.515,9	327,2
1996	115.587,3	466,1
1997	216.100,6	867,9
1998	172.499,4	701,2

*Fonte: CVM*

**Tabela 12**  
**Brasil: Valor de Mercado das Companhias Abertas (em US\$ milhões)**

<b>Ano</b>	<b>Valor de Mercado</b>
1995	147,57
1996	216,93
1997	255,41
1998	160,89

*Fonte: CVM*

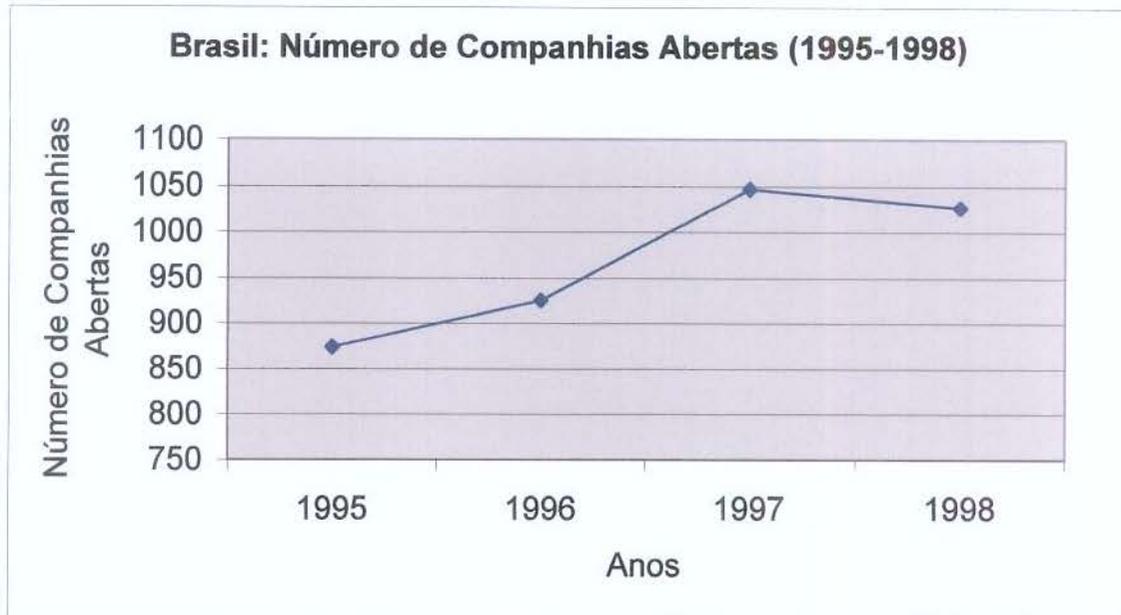
Não obstante, o número de empresas listadas na bolsa caiu, de 544, em 1995 para 535 no final do período (olhar tabela 13), embora a elevação do volume das negociações na bolsa pareça ter repercutido incentivos à abertura de capital. Observando o gráfico 3, vemos uma ampliação do número de companhias abertas até 1997 de quase 20%.

**Tabela 13**  
**Brasil – Número de Companhias Listadas na Bovespa**

<b>Ano</b>	<b>Bovespa Companhias Listadas</b>
1995	543
1996	550
1997	536
1998	527

*Fonte: BACEN e BOVESPA*

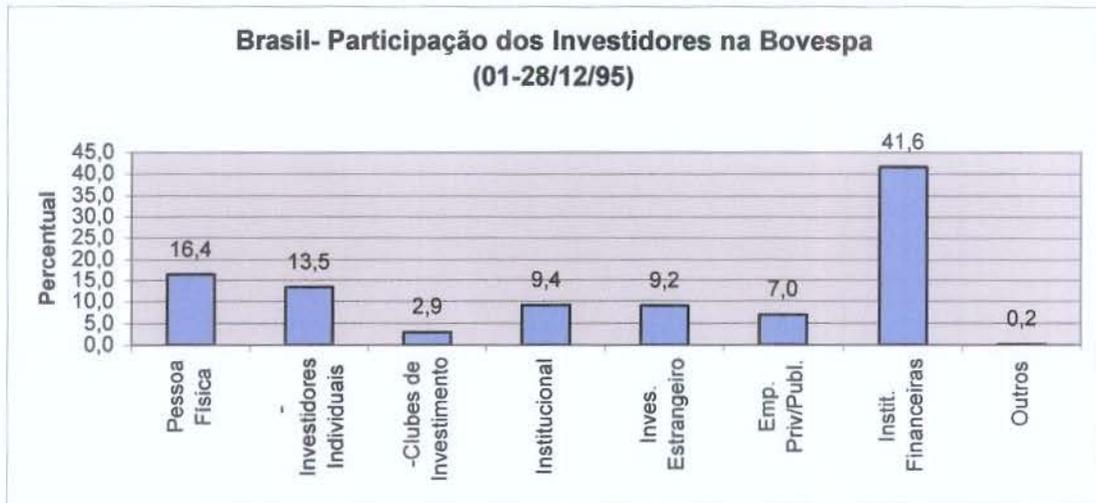
**Gráfico 3**



*Fonte: CVM*

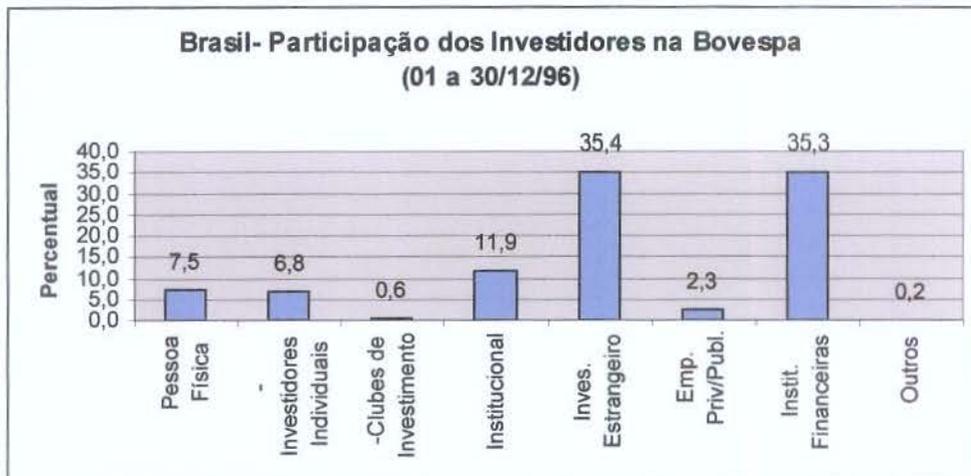
Vejamos, agora, a participação dos investidores na Bovespa, para averiguar possíveis modificações importantes no período e levantar as características dos investidores do mercado secundário brasileiro. Observando os gráficos seguintes, temos a predominância das Instituições Financeiras. Em 1996, temos um salto de 9,2% para 35,4% da participação dos investidores estrangeiros, demonstrando um grande otimismo desses com relação aos rumos da economia brasileira. Esse otimismo diminuiu em 1998, representando uma participação de 22,2%. O percentual de participação das empresas públicas e privadas aumentou 94% de 1995 a 1996. Os clubes de investimento que apresentavam potencial de crescimento percentual em 1995 (em que se mantinham com 2,9% do total) decresceram atingindo apenas 0,6% em 1998.

**Gráfico 4**



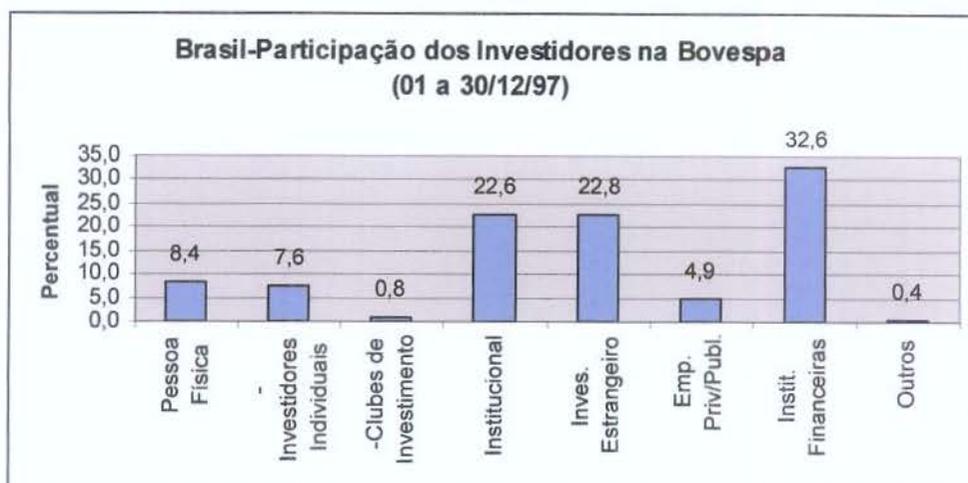
*Fonte: A partir de dados da BOVESPA*

**Gráfico 5**



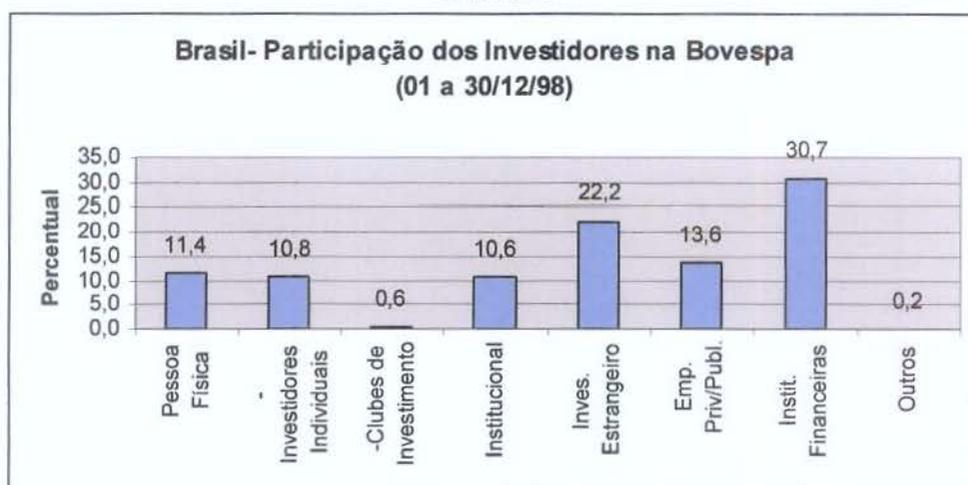
*Fonte: A partir de dados da BOVESPA*

**Gráfico 6**



*Fonte: A partir de dados da BOVESPA*

**Gráfico 7**



*Fonte: A partir de dados da BOVESPA*

A preferência por aplicações de renda fixa e atreladas às taxas de juros é revelada na indústria de fundos de investimento. Embora o percentual de aplicações em fundos de ações tenha crescido de 2,77 % para 8,53%, as aplicações de RF e DI e CP representavam, juntas, 84,04% do total em 1998<sup>12</sup> (ver tabela 14). A visão aqui é a de que o percentual de aumento participativo nos fundos de ações poderia ter sido muito maior se não tivéssemos a manutenção de elevadas taxas de juros.

<sup>12</sup> A CVM não disponibiliza a distribuição percentual de PL por tipo de fundos de investimento para o período que antecede o ano de 1995, o que compromete uma visão comparativa entre esses dois momentos.

**Tabela 14**  
**Brasil: Dados de Patrimônio Líquido Anual – Distribuição % por Tipo de Fundos de Investimento**

período	ações	renda fixa	DI e CP	Cambial	mistos	previdência	privatização	outros
dez/95	2,77	83,45		0,37	13,24			0,17
dez/96	3,89	83,55		1,22	11,18			0,16
dez/97	11,23	79,9		0,79	7,82			0,27
dez/98	8,53	56,42	27,62	0,82	6,01	0,1		0,51

*Fonte: ANBID (séries históricas, evolução de PL)*

Observamos também um aumento expressivo das aplicações em títulos de emissão do Tesouro, cujo valor aumentou mais de 600% de 1995 a 1998 (olhar tabela 15), o que reforça a idéia defendida na interpretação da tabela anterior.

**Tabela 15**  
**Brasil – FIF Total – Aplicações em Títulos de Emissão do Tesouro – u.m.c. mil**

Período	Valor das Aplicações
dez/95	9.163.660
dez/96	19.804.051,75
dez/97	29.853.079,16
dez/98	55.751.632,47

*Fonte: BACEN (Séries Temporais)*

## 2.6 Considerações Finais

Tivemos, no início do Plano Real, um aumento substancial do volume de divisas entrante no país, mostrando que os investidores estrangeiros estavam otimistas quanto ao novo plano de estabilização do governo brasileiro. Não obstante, vimos que esse otimismo não se sustentou ao longo do período 95-98, devido ao ambiente de vulnerabilidade externa em que se firmou o plano. As sucessivas crises cambiais em países emergentes culminaram na insustentabilidade da âncora juros-câmbio e num grande afluxo de capitais externos no ano de 1998.

Os investidores estrangeiros viram ampliada sua participação nas negociações da Bovespa, tendo o mercado secundário brasileiro se beneficiado, pelo menos até momentos antes do estouro da crise cambial. A lição aqui é que o grande inconveniente da ampliação da participação dos investidores externos no país está na agravante que isso trás para sua vulnerabilidade, visto que o impacto de um “efeito manada”, nesse caso, é muito mais prejudicial. A saída de investimentos da bolsa faz-se de maneira mais brusca e volumosa.

Além disso, a manutenção de elevadas taxas de juros acentuou os efeitos do “crowding out” financeiro, em que os investidores deram privilégio às aplicações de caráter curtoprazista (títulos do governo federal), agravando nossa problemática do financiamento de LP. Embora tenha havido um acréscimo de recursos no mercado acionário, sobretudo no início do Plano Real, justamente por conta do controle inflacionário, é notório que o impacto poderia ter sido muito mais positivo e intenso se as taxas de juros praticadas no período fossem menores.

Também não houve incentivos para desconcentração do mercado acionário. Vimos que a CPMF seguiu como um agravante desse problema. Embora existam evidências de que tenha acarretado conseqüências positivas para melhora da governança corporativa no Brasil, a CPMF, além de ter desincentivado todos os tipos de aplicação financeira, pode ter tornado ainda mais atraentes as ações mais negociadas, geralmente vistas como menos arriscadas pelos investidores. Uma vez menos arriscadas, a probabilidade de movimentação financeira é menor, o que torna essas aplicações, no geral, menos onerosas com a introdução da CPMF.

Não obstante, se é verdade que a CPMF incentivou melhoras em termos de governança corporativa, tivemos, no período, também um movimento contrário. As mudanças verificadas na Lei das S/A no ano de 1997 agravaram a problemática do financiamento pelo lado da oferta de crédito para o mercado de capitais. Num ambiente em que os obstáculos culturais se fazem presentes; em que a população apresenta resistências à aplicação de seus recursos no mercado

acionário, a diminuição dos direitos dos acionistas minoritários prejudica a imagem que os potenciais investidores em ações têm desse mercado.

Em síntese, esperava-se que a simples diminuição dos índices inflacionários fosse capaz de resolver, no mínimo, boa parte dos problemas do financiamento de longo prazo da economia brasileira. Não se pode negar que houve uma melhora na estabilidade da economia, sobretudo no primeiro momento (95-97). Todavia, não foi uma melhora que se sustentou, de maneira significativa, frente às crises no mercado internacional – que, como sabemos, sempre afeta o mercado interno, tão dependente das divisas internacionais, ainda mais quando a estabilidade interna dos preços está atrelada a um câmbio fixo, cujo sustentáculo está justamente na manutenção de um elevado fluxo de capitais estrangeiros entrantes. É óbvio que, num ambiente de estabilidade tão frágil como esse, que ainda se seguiu paralelo a alguns desincentivos – quais sejam, a mudanças na Lei das S/A, a introdução da CPMF e, no âmbito macroeconômico, a manutenção de elevadas taxas de juros, não se construam, naturalmente, bases para mudanças estruturais que são necessárias para um maior desenvolvimento do nosso mercado de capitais.

Assim, muitos desafios ainda precisavam ser vencidos no segundo governo FHC para que o mercado de capitais tivesse um papel mais atuante no financiamento de longo prazo do país. Vejamos o que foi feito no período 99-02 no capítulo que se segue.

### ***3. O Mercado de Capitais Nacional no Segundo Governo FHC (1999-2002)***

#### **3.1 Introdução**

Este capítulo abrange o período imediatamente posterior ao da estabilização monetária. Sabemos que a credibilidade na economia é um dos elementos utilizados, pelos investidores, na formação das expectativas de longo prazo; portanto, é ela primordial nas decisões de investimento.

A hipótese aqui será a de que a baixa credibilidade na economia brasileira, sobretudo por conta de um passado recente de crise cambial, foi fator determinante para a baixa entrada de capitais externos no país, que caracterizou o período 1999-2002, tendo resultado em efeitos negativos tanto no mercado secundário, quanto no mercado primário de ações. Uma explanação maior sobre essa hipótese estará presente na seção 3.2. E, ao mesmo tempo em que tivemos um ambiente pouco propício para os investimentos no Brasil, constataram-se algumas modificações no período, que vieram fazer frente a essa falta de dinamismo do nosso mercado de capitais. Na seção 3.3, são apresentadas quatro novidades, no mercado de capitais, referentes ao período em estudo. São elas, a criação do sistema Home Broker e a introdução do Novo Mercado – como novidades dentro da Bovespa –, que, somadas a reformulação da Lei das S/A, podem ser consideradas como as grandes conquistas do período. A obrigatoriedade da marcação a mercado vem como a quarta novidade. Embora tenha durado, da maneira como foi formulada, por apenas três meses, a marcação a mercado, diferentemente das outras três, trouxe grandes prejuízos à indústria de fundos de investimentos nacional. Na seção seguinte, que é a 3.4, temos o resultado do período em números. Por meio de gráficos e tabelas, é possível observar como a questão da falta de credibilidade do país se sobrepôs às 3 primeiras novidades citadas acima (e que foram consideradas positivas por este trabalho), culminando num baixo desempenho do mercado de capitais brasileiro (1999-2002). Em 3.5, temos as considerações finais, que fazem uma retomada das conclusões resultantes das seções anteriores.

#### **3.2 A Questão da Credibilidade**

Vimos que um dos principais problemas enfrentados pelo mercado de capitais brasileiro no período anterior, 1995-1998, foi a fragilidade vinculada a essa estabilização (ver capítulo 2). Ao mesmo tempo em que tínhamos baixa inflação, havia a manutenção de elevadas taxas de juros, responsável pela acentuação do crowding out financeiro e cuja variância era dependente do fluxo

de capitais externo. Até 1997, podemos notar uma evolução considerável tanto do mercado secundário, como do primário, mas que não se sustentou por conta da crise cambial, que desembocou na desvalorização do real em janeiro de 1999.

Depois disso, tivemos uma mudança do regime cambial. O regime de taxa de câmbio fixa foi substituído pelo câmbio flutuante. Não obstante, isso não resultou numa flexibilidade maior da política monetária. Na verdade, a manutenção das taxas de juros altas foi a maneira encontrada para dar continuidade ao Plano Real, agora, ancorado no Regime de Metas Inflacionárias. As metas, criadas pelo governo para cada ano, eram flexíveis às eventualidades do período. Isso quer dizer que, desde que devidamente justificadas, elas eram ajustáveis. Da mesma forma que no primeiro governo FHC, continuávamos com uma política monetária “subutilizada” (João Sicsú)<sup>13</sup>, o que prejudicava o financiamento da economia como um todo. Mais precisamente no mercado de capitais, isso significou a manutenção do problema anteriormente apontado no capítulo 2 sobre o crowding out financeiro.

Além da questão dos juros, a situação interna da economia ainda era prejudicial ao investimento pelo lado da vulnerabilidade externa. Uma pessoa menos atenta poderia cogitar a possibilidade de ser um país com taxa de câmbio flutuante menos vulnerável do que um adepto ao câmbio fixo. Isso porque taxa de câmbio fixa significa uma necessidade muito maior de manutenção de um elevado volume de reservas, para fazer frente a uma fuga massiva de divisas – como medida de defesa contra a desvalorização do câmbio – do que se comparado a um regime de câmbio flutuante, cuja obrigatoriedade de reservas é, teoricamente, desnecessária.

Seguindo este raciocínio, deveríamos, esperar, portanto, um aumento, mesmo que não muito significativo, no nível de credibilidade do país aos “olhos” dos investidores estrangeiros, pensando que a economia estaria menos vulnerável no período de análise neste capítulo. Porém, não foi isso que ocorreu. Na verdade, essa afirmação inicial, da esperança de aumento da credibilidade do Brasil nesse novo momento, é ingênua. É ingênua porque a vulnerabilidade do período 1999-2002 deve ser vista com base em uma outra óptica. Embora se tenha a possibilidade de variação da taxa de câmbio, ainda mais ciente de que o regime de metas inflacionárias é ajustável, uma variação muito brusca da taxa de câmbio continua sendo prejudicial. Nenhum

---

<sup>13</sup> Aqui, a palavra “subutilizada” significa que a política monetária está sendo utilizada com apenas um objetivo, que é a contenção da inflação. Poderia, concomitantemente, ser utilizada para estimular o crescimento econômico, via investimentos, ao se adotar uma política monetária expansionista. A referência está presente no texto: “Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias”, SICSÚ, J. *Revista de Economia Política*, vol.22, nº 1(85), janeiro-março/2002.

investidor que aplica seus dólares no país deseja resgatar um valor menor do que o esperado em seu investimento. Portanto, irá, pelo menos, torcer para que o câmbio não flutue tanto. Ao mesmo tempo, temos recente a lembrança de que a fuga massiva de capitais em 1998 se deveu a extrema dependência do país quanto aos fluxos de capitais externos, que são dependentes, por sua vez, do próprio ambiente externo (que fora afetado pelas sucessivas crises cambiais em outros países emergentes no período 1995-1998).

Assim, a conclusão de que a vulnerabilidade externa brasileira diminuiu é errônea. Na realidade, ela se manteve presente no período 1999-2002, devido ao passado recente de crise cambial, considerando que essa foi uma prova real da vulnerabilidade de nossa economia, para quem ainda não acreditava em sua fragilidade, após a drástica redução da inflação no país.

Como resultado, temos que o abalo da recente crise cambial, somado à permanência de uma situação potencial de nova crise, é causa e consequência da vulnerabilidade externa. Causa porque identifica uma situação de instabilidade, que afasta os investidores estrangeiros do país por falta de confiança na nossa economia; e consequência porque esse afastamento dos investidores deixa nosso país ainda mais vulnerável, em termos de fechamento do Balanço de Pagamentos.

Esclarecido o contexto econômico do Brasil no período 1999-2002 torna-se fácil entender por que esse foi um período de baixa entrada de divisas no nosso mercado de capitais. Neste ambiente, algumas mudanças nesse mercado foram importantes, como forma de minimizar a falta de dinamismo do período, mas não suficientes para reverter esse quadro.

### **3.3 Algumas Novidades do Período**

No 2º governo FHC, a Bovespa criou inúmeros incentivos às aplicações no mercado acionário. No que diz respeito à Bovespa, em setembro de 1999, é inaugurado o sistema “**Home Broker**”, que permite a compra e venda de ações por pessoas físicas de forma direta, via Internet. Basta que as negociações sejam intermediadas por uma corretora listada na Bovespa. Essa novidade agilizou as aplicações no mercado secundário, trazendo, também grande comodidade aos investidores. O mercado acionário ficou mais acessível dessa forma.

Uma outra novidade foi a introdução do “**Novo Mercado**” na Bovespa, em fevereiro de 2002. Veio como uma necessidade do mercado de capitais brasileiro em melhorar a governança corporativa das empresas abertas. O Novo Mercado consiste em um mercado a parte dentro da Bovespa, composto somente por empresas que seguem critérios rígidos de governança corporativa.

As empresas participantes aderiram a um conjunto de “boas práticas de governança”, que amplia os direitos dos acionistas minoritários, oferecendo maior segurança e transparência aos investidores. Uma das obrigações das empresas listadas no Novo Mercado é a não emissão de ações preferenciais; somente são emitidas ações ordinárias, que dão direitos a voto. Segundo a própria Bovespa<sup>14</sup>:

*“Com o Novo Mercado, a Bovespa abre uma nova frente de atuação visando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, oferecendo para as empresas uma excelente oportunidade para captação de recursos a custos competitivos e para os aplicadores um mercado mais seguro pra o investimento de longo prazo”.*

Somada às inovações delineadas pela Bovespa, tivemos uma outra novidade que foi a **Reformulação da Lei das S/A**, em outubro de 2001. Alguns dos direitos retirados na Lei das S/A em 1997 (ver capítulo 1), relativo aos acionistas minoritários, foram restaurados na nova reformulação. Os principais destaques foram a volta do direito de tag along para as ações ordinárias, as novas regras sobre o fechamento de capital, o fortalecimento da CVM e o limite para a emissão de ações preferenciais. Sobre a retirada do direito de tag along em 1997, a Dynamo<sup>15</sup> coloca:

*“Nada desequilibra mais a relação entre acionistas do que a possibilidade do controlador valorizar o seu prêmio de controle via depreciação das demais ações de sua companhia”.*

E, após a reformulação da Lei:

*“... pode-se lamentar o desconto de 20% em relação às ações de controle, que não existia na versão original da Lei. Mas diante dos prêmios exorbitantes que vimos com grande frequência nos últimos anos, o prêmio de 25% nos parece aceitável”.*

---

<sup>14</sup> Esse trecho foi retirado do site da Bovespa < [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br) >

<sup>15</sup>“A Nova Lei das S/A: avanços, ausências e problemas”, DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA, CARTA DYNAMO, n.32, 3º trimestre de 2001.

Embora pareça ser um avanço o retorno do direito de tag along, devemos ressaltar que esse direito não foi estendido às ações preferenciais. Não obstante, quanto às mudanças nas regras sobre o fechamento de capital, os acionistas de preferenciais se beneficiaram. De acordo com as novas regras, a empresa deve oferecer um preço justo para as ações do mercado. E, para definição desse preço justo, os acionistas com mais de 10% das ações em circulação poderão convocar uma assembléia especial de acionistas minoritários para requisitar nova avaliação sobre o preço estipulado a priori.

O fortalecimento da CVM, por sua vez, foi conquistado pela mudança na questão do financiamento do órgão, que passa a ser autofinanciado. Antes, por conta do grau elevado de dependência da CVM quanto aos recursos necessários à sua manutenção, seu poder se via limitado. Segundo a Dynamo:

*“Apesar de reduzir o superávit fiscal primário do governo – com o enorme crescimento da indústria de fundos de investimento nos últimos anos, a CVM vem sendo altamente lucrativa – esta medida dá ao órgão regulador condições de redimensionar sua estrutura para o tamanho do mercado a ser supervisionado”.*

Foi também estipulado um limite para emissão de ações preferenciais de 50%—anteriormente o limite era de 2/3. Isso prioriza a emissão de ações ordinárias, que dão mais direitos de comando (para os acionistas) sobre as empresas de capital aberto.

Embora tenha havido modificações importantes nessa nova reformulação da Lei das S/A, vale ressaltar que muitos aspectos importantes ainda ficaram de fora. Muito se poderia fazer ainda para as ações preferenciais, como estender o direito de tag along a essas ações, nas mesmas condições das ações ordinárias, por exemplo, de forma a ampliar os direitos dos investidores neste tipo de ação. Isso contribuiria para tornar as ações preferenciais mais atrativas no mercado.

Além disso, um outro acontecimento também importante no período foi a obrigatoriedade da **“marcação a mercado”** dos títulos que compõem as carteiras dos fundos de investimento. Em 31 de maio de 2002, houve uma mudança legal na forma como os administradores dos fundos de investimento no Brasil deveriam contabilizar o valor dos títulos que compunham suas carteiras. Deveria, a partir dessa data, ser contabilizado de acordo com seu valor a mercado, e não mais pelo seu valor de face. A contabilização, assim, deveria ser diária e corresponder ao valor de venda do

título a cada dia, independentemente de ser feito ou não o resgate desses títulos antes do prazo de vencimento.

A crítica a esse tipo de marcação veio logo no início da implementação dessa Instrução. Na verdade, o valor dos títulos que não fossem vendidos antes do seu prazo de vencimento continuava sendo o demonstrado em sua face, muito embora fosse apresentado como o valor de venda correspondente a cada dia. Com isso, o valor dos títulos estava expressando muito mais a volatilidade da conjuntura econômica, do que o real valor do patrimônio dos fundos. Por conta dessa maior instabilidade no valor dos títulos, houve, no período em que vigorou essa marcação, uma grande fuga das aplicações em fundos de investimento, fruto, sobretudo, de más interpretações, por parte dos cotistas, do valor real dos títulos.

Com vistas a minimizar o caos criado com essa nova norma, em 14 de agosto do mesmo ano, a CVM baixa a Instrução nº 375:

**Art. 1º.** *“É admitido aos fundos de investimento financeiro, aos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e aos fundos de investimento no exterior, não enquadrados nas condições estabelecidas no art. 2º da Instrução CVM no 365, de 29 de maio de 2002, o registro de títulos e valores mobiliários na categoria títulos mantidos até o vencimento, desde que haja capacidade financeira do fundo de mantê-los em carteira até o vencimento, e atendam, cumulativamente, às seguintes exigências...”*<sup>16</sup>

Assim, muitos fundos voltaram a contabilizar o valor dos seus títulos de acordo com seu valor de face.

### **3.4 Evolução do Mercado de Capitais em Números**

O ingresso de capitais externos no país apresentou declínio em todos os anos do período considerado (ver tabela 16). De 2000 a 2002<sup>17</sup>, a entrada líquida de divisas manteve saldo negativo. Isso nos mostra que o otimismo dos investidores estrangeiros quanto à estabilização

---

<sup>16</sup> Uma das exigências é ter prazo de vencimento limitado a 365 dias.

<sup>17</sup> Não devemos nos esquecer de que, no ano de 2002, tivemos um elemento no cenário político que trazia grande incerteza para o ambiente econômico, que foram as eleições. Todas as pesquisas indicavam vantagem substantiva do atual presidente Lula. O temor de mudança radical no rumo da política econômica afugentou os investidores, bem como os próprios investidores nacionais.

proporcionada pelo Plano Real, comprometido com a crise cambial de 1998, não foi resgatado no segundo governo FHC.

**Tabela 16**  
**Brasil: Investimentos Externos – Investidores não Residentes (US\$ milhões)**

<b>Período</b>	<b>Ingresso</b>	<b>Retorno</b>	<b>Saldo</b>
1999	12.396,09	11.296,03	1.100,06
2000	10.831,26	12.665,86	(1.834,59)
2001	9.347,61	10.076,41	(728,80)
2002	7.565,01	7.901,07	(336,05)

Inclui até setembro/ 2000 os valores relativos ao antigo Anexo IV

Fonte: CVM

Quanto ao volume de recursos negociado nas bolsas de valores, constatamos que houve um acréscimo considerável no ano de 2000, mas que não se sustentou nos anos seguintes. No período, tivemos uma queda do volume negociado nas bolsas de 46%.

**Tabela 17**  
**Brasil: Volume Negociado nas Bolsas de Valores (US\$ milhões)**

<b>Ano</b>	<b>Total</b>
1999	91.278,6
2000 (*)	104.655,4
2001	65.252,9
2002	49.297,3

(\*) A partir de maio não mais haverá negociação de valores mobiliários na BVRJ, em virtude de sua fusão com a Bovespa.

Fonte: CVM

*Percebemos que o movimento visto acima se deve muito ao fluxo de investimentos estrangeiros nas bolsas nacionais. Na tabela 18, nota-se que o volume de investimentos de estrangeiros nas bolsas aumentou em 2000 – mesmo momento em que verificamos um acréscimo substantivo no volume global de recursos negociado. Nos anos seguintes, a entrada de recursos de estrangeiros foi reduzida. Em termos de saldo líquido, tivemos os anos de 2000 e de 2002 com mais saídas do que entradas de recursos.*

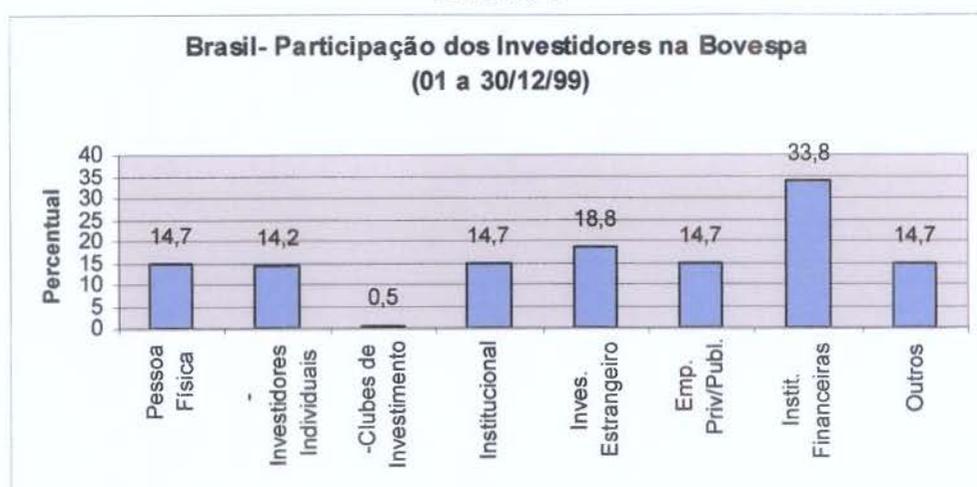
**Tabela 18**  
**Brasil: Investimentos Estrangeiros em Bolsa (US\$ milhões)**

<b>Ano</b>	<b>Compra</b>	<b>Venda</b>	<b>Saldo Líquido</b>
1999	1.645,48	1.536,14	109,35
2000	1.811,75	1.911,17	(99,42)
2001	1.380,04	1.344,25	35,79
2002	1.045,16	1.085,58	(40,42)

*Fonte: CVM*

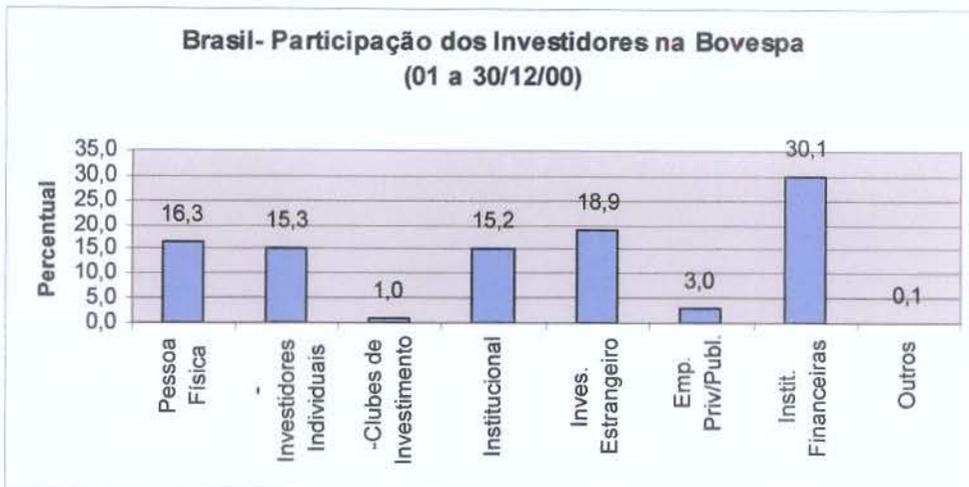
Relativamente aos demais investidores em bolsa, percebe-se uma diminuição da participação dos investidores estrangeiros no ano de 2000 (de 18,8% para 10,9%– ver gráficos seguintes), mas que retornou ao patamar de 20% nos anos seguintes. Queda maior no ano de 2000 foi relativo à participação das empresas privadas e públicas, que foi de 14,7% para 3%, chegando a 2002 com 2,1% do total aplicado na bolsa. Os investidores individuais foram os únicos que mantiveram contínuo o aumento de sua participação relativa durante os 4 anos. Investidores estrangeiros e empresas público e privadas, juntamente com a categoria outros, foram os únicos destaques de variação substantiva quanto à participação relativa; mostrando que a descrença no mercado secundário, vista nas tabelas acima, resultou de um recuo generalizado dos investidores como um todo dentro da bolsa de valores.

**Gráfico 8**



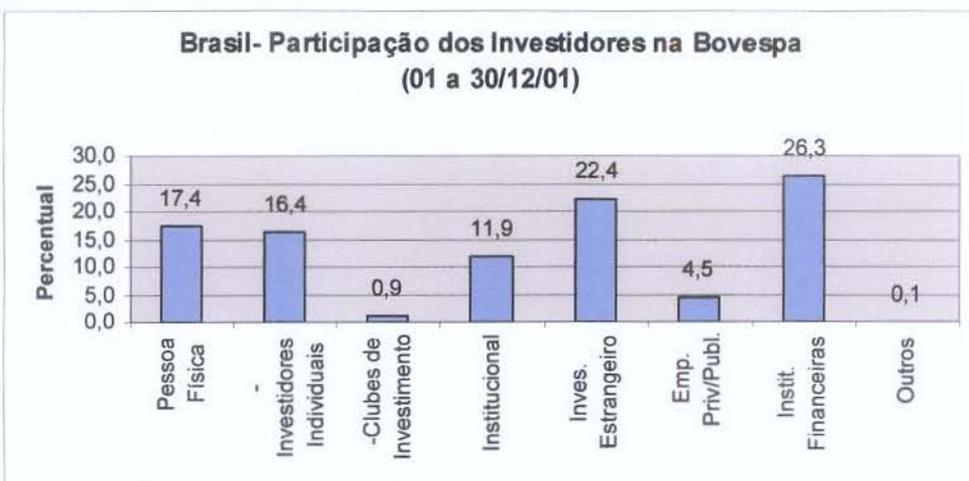
*Fonte: BOVESPA*

**Gráfico 9**



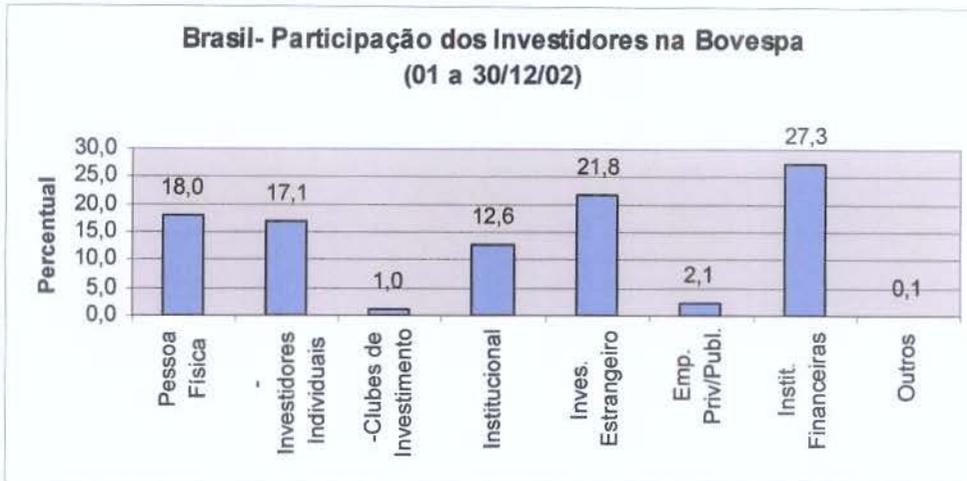
Fonte: BOVESPA

**Gráfico 10**



Fonte: BOVESPA

**Gráfico 11**



*Fonte: BOVESPA*

O valor de mercado das companhias abertas listadas em bolsa sentiu o impacto do menor volume de recursos no mercado secundário, diminuindo em 56% de 1999 para 2002 (ver tabela 19).

**Tabela 19**

**Brasil: Valor de Mercado das Companhias Abertas Listadas em Bolsa (US\$ milhões)**

Ano	Valor
1999	227.962
2000	226.152
2001	186.238
2002	126.761

*Fonte: FIBV*

Passando para a análise do mercado primário, tivemos um decréscimo do número de companhias listadas em bolsa durante todo o período em observação, como também reflexo do desânimo oriundo dos baixos números que caracterizaram o mercado secundário no 2º governo FHC (ver tabela 20). O número de companhias abertas como um todo apresentou o mesmo movimento (ver tabela 21).

**Tabela 20**  
**Brasil: Número de Companhias Listadas em Bolsa**

<b>Ano</b>	<b>Numero de Companhias</b>
1999	487
2000	467
2001	441
2002	412

*Fonte: FIBV*

**Tabela 21**  
**Brasil: Número de Companhias Abertas**

<b>Período</b>	<b>Número de Companhias</b>
dez/99	1027
dez/00	996
dez/01	977
dez/02	945

*Fonte: CVM*

Quanto aos fundos de investimentos, a tabela 22 nos mostra, claramente, o impacto negativo da obrigatoriedade da marcação a mercado no período maio de 2002 até agosto do mesmo ano. O que se nota é que o patrimônio líquido dos FIF's termina o ano de 2002 com um volume bem menor do que a média do 1999 até abril de 2002 (período que antecede a marcação a mercado). Essa média foi de US\$134,6, enquanto, em dezembro de 2002, esse patrimônio foi de US\$88,8 (uma queda de 34%). Os fundos de investimento em títulos e valores mobiliários se recuperaram mais rápido, em comparação com a média do período anterior, a queda em dezembro de 2002 foi de 19%.

**Tabela 22**  
**Brasil: Fundos de Investimentos- Patrimônio Líquido- US\$ bilhões**

<b>Ano</b>	<b>Fundos de Investimento Financeiro (1)</b>	<b>Fundo de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários (2)</b>
dez-99	107,5	--
dez-00	134,3	11,6
dez-01	137,3	9,7
jan-02	136,0	9,1
fev-02	141,4	9,9
mar-02	144,4	9,9
abr-02	141,6	9,4
mai-02	133,5	8,6
jun-02	111,9	7,3
ago-02	99,3	6,8
set-02	77,6	4,9
out-02	84,3	6,0
nov-02	86,0	6,1
dez-02	88,8	8,0

(1) FIF's- Renda Fixa, DI, Cambial, Livre D 0 (até abril de 2001). A partir de Maio foram considerados os Fundos Multimercados com ou sem Renda Variável e alavancagem, de acordo com nova denominação da ANBID

(2) Nova denominação a ser adotada para fundos de valores mobiliários, de acordo com a Instrução nº302/99 de 05.05.99

*Fonte: CVM e ANBID*

A tabela 23 nos permite verificar quais tipos de fundos foram mais prejudicados no período. Comparando a média do período anterior à marcação e o último mês de 2002, vemos queda patrimonial relativa dos fundos de renda fixa e DI e CP, que foram, de fato, os fundos prejudicados diretamente com a marcação a mercado. O interessante, ainda nesta tabela, é o grande crescimento dos fundos de previdência e os fundos mistos– o primeiro com aumento de 246,5% e o segundo com aumento de 149%. Os fundos de previdência têm se popularizado devido a visão de

precariedade da previdência pública no Brasil. Com vantagens sobre o abate de parte do imposto de renda, temos o famoso PGBL, que seria, então, ideal para pessoas que fazem declaração completa do imposto de renda, e, mas sem a possibilidade de deduzir do cálculo do IR, temos o VGBL, também como uma boa alternativa para quem não pretende utilizar seus recursos no curto prazo. A popularização dos planos de previdência é um ponto positivo na problemática do financiamento de longo prazo no país. Já quanto aos fundos mistos, vemos sua popularização atrelada às vantagens advindas de diversificação dos riscos na carteira.

**Tabela 23**

**Brasil: Dados de Patrimônio Líquido- Distribuição % por Tipo de Fundos de Investimento**

período	ações	renda fixa	DI e CP	cambial	mistos	previdência	privatização	outros
média dez/99 a dez/01	7,6	47,7	31,1	1,5	10,7	0,9	0,8	0,1
dez/02	7,8	34,0	25,4	1,7	26,6	3,0	1,3	0,1
queda relativa	-3,6	28,7	18,4	-17,7	-149,0	-246,5	-70,5	-11,1

*Fonte: ANBID (Séries Históricas, Evolução de PL). Modificada pela autora*

### 3.5 Considerações Finais

O período 1999-2002 foi marcado pelo fraco desempenho do mercado de capitais brasileiro. A vulnerabilidade externa presente no primeiro governo FHC tinha um incremento especial, que, ao mesmo tempo, dava sustentabilidade ao Plano Real, qual seja: a âncora cambial. Como vimos, mesmo após a mudança do regime de câmbio, em janeiro 1999, datando também o fim dessa âncora câmbio-juros, a fragilidade da economia nacional se manteve, com o temor dos investidores estrangeiros, agora, quanto à possibilidade de mudanças abruptas da taxa de câmbio (dado que ela poderia, teoricamente, variar sem limites), ainda mais se considerarmos o passado tão recente de crise cambial do país.

Por meio de tabelas e gráficos apresentados neste capítulo, pudemos verificar que, de fato, os investidores, não só externos, como também internos, aplicaram menos no mercado de capitais, em comparação ao período anterior e de maneira decrescente ao longo do período analisado. Esses resultados negativos no mercado secundário se refletiram de maneira também desastrosa no mercado primário. Enfim, a descrença na economia brasileira foi generalizada.

Ademais, a criação do Regime de Metas Inflacionárias, como uma alternativa do Plano Real ao câmbio fixo, deu continuidade ao ambiente de elevadas taxas de juros, prejudicando o desempenho do mercado acionário. O temor adicional maior dos investidores no ano eleitoral ampliou os resultados negativos do período.

Numa tentativa de estimular o baixo dinamismo do mercado de capitais nacional, citado acima, tivemos a criação do Home Broker e do Novo Mercado, como também a reformulação da Lei das S/A, que podem ser considerados os grandes destaques do mercado no período. A marcação a mercado, antes generalizada, deu espaço a uma marcação mais limitada e não tão prejudicial ao mercado. Contudo, esses quatro pontos não foram suficientes para trazer à tona o dinamismo característico do primeiro governo FHC.

## ***4. Mercado de Capitais Nacional em seu Período Atual (2003-2004)***

### **4.1 Introdução**

Acredito que, aqui, chegamos em um ponto importante da análise proposta nesta monografia. Até aqui, vimos que, em momentos de maior credibilidade da economia brasileira, é maior o dinamismo do mercado de capitais. Mesmo alcançada uma grande estabilidade dos preços – se compararmos a todo histórico que antecedeu o Plano Real – não conseguimos avançar muito no objetivo de desenvolver nosso mercado de capitais rumo a uma atuação mais expressiva. A credibilidade no país, aos “olhos” dos investidores nacionais e estrangeiros não é dependente, apenas, do nível de preços da economia, mas sim de todo um conjunto de referências, utilizadas pelos aplicadores e demandantes de recursos, para tentar prever o longo prazo. Esse conjunto abrange expectativas de câmbio futuro, de juros futuro, de déficit público, de dívida pública, de crescimento econômico, dentre outros. A credibilidade está relacionada com a estabilidade do sistema como um todo. E é pensando desta forma que explicamos o baixo dinamismo do mercado de capitais nacional no 2º governo FHC (ver capítulo 3). Assim, como é possível pensar em aumento da credibilidade num ambiente de juros altos, que aumenta rapidamente a dívida externa, amplia o desemprego e dificulta o crescimento econômico? Como é isso possível de ser pensado numa economia cuja fuga de capitais é um potencial a se tornar realidade a qualquer momento e que, uma vez ocorrendo, tem o poder de abalar a economia como um todo?

A credibilidade não vem naturalmente com a estabilização dos preços somente, e nem com a liberalização financeira sozinha. É preciso “algo mais” para o desenvolvimento do nosso mercado de capitais, principalmente, quando consideramos o fato de, no Brasil, ser notória a pouca popularidade das negociações no mercado acionário, o mais importante mercado para o financiamento de longo prazo. É mister, além de criar um ambiente macroeconômico propício a investimentos de longo prazo, criar incentivos para que empresas e investidores procurem o mercado de ações.

Nos anos de 2003 e 2004, alguns incentivos foram criados, na tentativa de popularizar o mercado acionário, embora se tenha um ambiente macroeconômico pouco propício aos investimentos de longo prazo. Neste capítulo, primeiramente (seção 4.2), iremos destacar alguns dados numéricos sobre esse período – alguns deles são apresentados em comparação com todo o período anteriormente estudado neste trabalho. Em seguida, são apontadas duas novidades legais no mercado de capitais: uma delas foi a criação da conta investimento e a outra foi a nova

tributação do imposto de renda sobre os fundos de investimento. A seção 4.3 é destinada à apresentação do programa de popularização do mercado de ações, desenvolvido pela Bovespa. Em síntese, em 4.2 e 4.3, são apresentadas as medidas que, no período em análise, foram criadas com o objetivo de acelerar o desenvolvimento do mercado acionário nacional (essas medidas representariam, teoricamente, partes componentes do “algo a mais” clamado acima). Em 4.4, temos as considerações finais, que distingui o que foi, de fato, relevante, dentre essas medidas apontadas, na tentativa de dinamizar nosso mercado de capitais.

#### **4.2 Alguns Números sobre o Período**

Na tabela 24, temos números sobre a capitalização relativa (capitalização como porcentagem do PIB) de alguns países emergentes e de alguns países industrializados. Observando o Brasil, resulta que o país teve um acréscimo grande de sua capitalização relativa depois da abertura financeira. Em 1990, o percentual era de 2,41%, que chegou, em 1999, ao máximo de 43,79%. Em 2002, já havia caído para 28,25%. Comparemos, agora, esse resultado de 2002, com os demais países. Do total de países observados na tabela, a capitalização brasileira, como proporção do PIB só é maior do que a da Argentina. A capitalização relativa da Índia é mais de 90% maior do que a do Brasil; a do Chile é mais de duas vezes maior e a dos EUA é quase 4 vezes maior. Isso mostra que o Brasil tem ainda um potencial alto de capitalização relativa a ser explorado, dado o tamanho do país.

**Tabela 24**  
**Países Emergentes e Países Industrializados – Capitalização Relativa (% do PIB)**

<b>Anos</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
BRASIL	2,41	7,89	11,63	22,08	34,64	20,97	27,97	31,63	20,43	43,79	38,18	36,95	28,25
ARGENTINA	2,56	9,83	8,14	18,82	14,48	14,61	16,06	19,78	15,16	19,70	16,13	12,42	16,09
CHILE	40,70	73,10	63,95	91,34	121,20	101,20	87,07	87,28	65,40	93,47	80,58	84,74	74,54
MÉXICO	15,63	32,68	38,16	49,81	30,95	31,69	32,13	39,06	21,80	32,02	21,56	20,43	16,20
CORÉIA DO SUL	43,66	32,67	34,21	40,38	47,64	37,19	26,74	8,79	36,14	75,39	32,15	46,06	46,78
CHINA	-	-	-	-	-	7,02	14,50	23,60	25,05	32,25	30,15	28,78	37,43
TAILÂNDIA	24,26	39,01	52,34	104,66	87,04	80,81	52,71	15,10	30,50	46,68	23,89	31,32	36,00
TAIWAN	61,68	68,82	47,21	86,16	101,23	70,65	97,91	99,19	97,50	130,78	80,03	103,69	92,79
ÁFRICA DO SUL	122,21	139,68	113,90	165,49	176,72	183,37	166,57	142,17	112,70	137,41	102,59	74,41	173,71
HUNGRIA	0,00	0,43	0,60	6,98	7,81	10,88	20,59	30,64	49,84	67,55	74,09	57,03	53,06
ÍNDIA	-	-	-	-	-	28,57	59,53	59,95	49,56	87,33	67,61	47,95	54,18
ESTADOS UNIDOS	53,51	68,48	71,31	76,93	71,27	93,48	108,17	129,00	144,03	180,43	154,86	137,14	105,83
CANADÁ	41,52	44,42	41,74	57,93	55,81	62,04	79,34	89,04	88,10	121,43	116,78	98,84	78,79
JAPÃO	95,94	89,52	60,96	66,46	74,68	67,02	64,07	50,07	61,95	99,26	66,97	55,07	51,83
ALEMANHA	23,61	22,09	17,13	23,53	23,82	23,46	27,89	39,04	50,61	67,85	67,74	57,77	34,47
FRANÇA	25,55	30,46	25,94	35,67	33,43	32,15	37,74	48,06	67,74	103,61	110,44	nd	nd
ITÁLIA	13,47	13,63	9,99	14,60	18,12	19,09	20,81	29,51	47,24	61,58	71,41	48,40	40,16
REINO UNIDO	85,46	95,08	86,08	119,26	109,75	118,63	137,99	150,29	166,68	195,52	181,29	152,16	114,64
HONG KONG	111,50	139,85	168,23	326,30	202,26	214,31	286,92	238,00	207,92	379,17	375,84	308,63	284,12
AUSTRÁLIA	35,10	45,71	43,80	68,18	64,33	67,52	76,93	72,90	90,69	109,14	98,00	104,76	95,24
ESPAÑA	21,79	23,13	16,43	23,69	24,47	25,81	39,51	51,64	67,91	71,59	89,58	80,22	70,46
HOLANDA	40,47	44,84	40,17	55,99	63,74	69,04	91,11	124,18	152,41	174,20	172,22	nd	nd

Obs: excluídos os fundos de investimento

Fonte: FIBV

**Tabela 25**  
**Brasil – Participação sobre o Valor Negociado à Vista (lote padrão): em %**

<b>Concentração</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>
A maior	11,16	14,37	15,55	12,97
5 maiores	36,11	35,67	39,72	36,62
10 maiores	53,79	53,47	55,77	49,83
20 maiores	73,01	75,27	76,1	69,89
30 maiores	82,48	83,69	85,21	80,6
40 maiores	88,78	89	90,86	87,06
50 maiores	92,59	92,57	94,5	91,58
60 maiores	95,01	94,82	96,43	94,51
70 maiores	96,37	96,4	97,6	96,5
80 maiores	97,24	97,55	98,36	97,76
90 maiores	97,97	98,35	98,82	98,51
100 maiores	98,53	98,84	99,13	98,9

*Fonte: BOVESPA*

O número de companhias registradas na Bovespa diminuiu ao longo dos anos 90, passando de 601, em 1991, para 410, em 2003 (ver tabela 26). De 1991 a 1993 a queda foi ininterrupta. Isso mostra que a abertura financeira não teve efeitos estimuladores no registro de companhias na Bovespa. No 1º período de atuação do Plano Real, 1995-1998, porém, os registros foram maiores: de 577, em 1995, para 599, em 1998. Depois da crise cambial, a queda fez-se ininterrupta novamente.

**Tabela 26**  
**Brasil – Número de Companhias Registradas na Bovespa**

<b>Ano</b>	<b>Nº</b>
1991	601
1992	597
1993	582
1994	582
1995	577
1996	589
1997	595
1998	599
1999	534
2000	495
2001	468
2002	436
2003	410

*Fonte: BOVESPA*

O número de companhias com ações negociadas na Bovespa apresentou um movimento semelhante ao visto pelo número de registros na bolsa (ver tabela 27). Em 1991, tínhamos 570 companhias com ações na Bolsa de São Paulo. Em 2003, esse número era de 383 (queda de 33%).

**Tabela 27**  
**Brasil – Número de Companhias com Ações Negociadas na Bovespa**

Ano	Nº
1991	570
1992	565
1993	551
1994	549
1995	547
1996	554
1997	545
1998	535
1999	487
2000	467
2001	439
2002	407
2003	383

*Fonte: BOVESPA*

Na tabela 28, temos a variação de 2003 para 2004 do patrimônio dos fundos de investimento mais afetados pela introdução da marcação a mercado em maio de 2002, quais sejam: Fundos de Renda Fixa e Fundos DI. Vemos que esses fundos recuperaram consideravelmente a queda registrada no ano de 2002. de janeiro de 2003 a março de 2004, tivemos um aumento patrimonial desses fundos de 44%

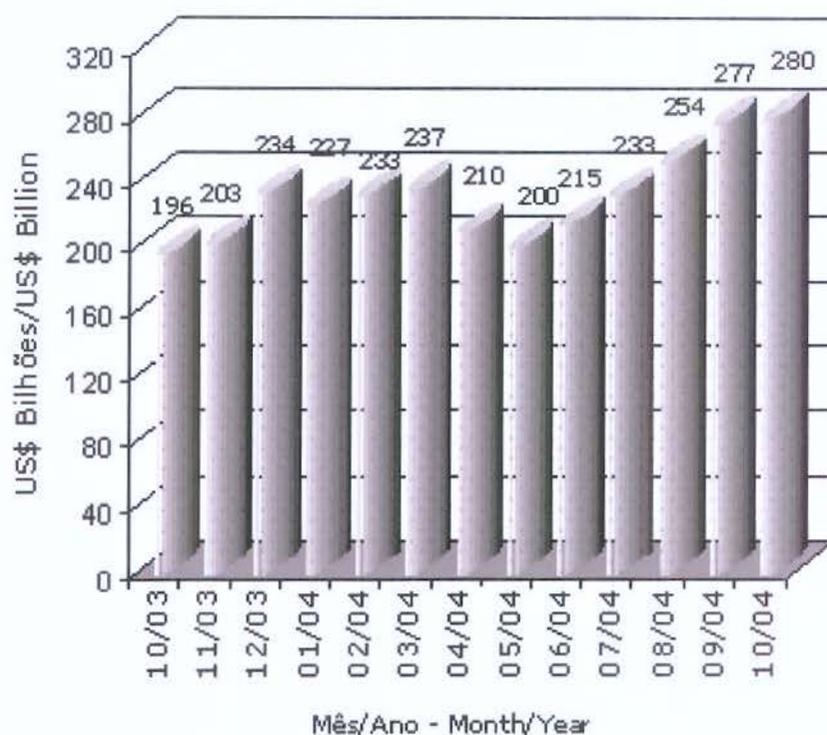
**Tabela 28**  
**Brasil- Patrimônio Líquido: Fundos de Investimento**

<b>Ano</b>	<b>Renda fixa e DI</b>
jan-03	215.754,09
fev-03	222.533,90
mar-03	238.945,92
abr-03	244.390,15
mai-03	252.341,21
jun-03	259.487,41
jul-03	268.246,61
ago-03	272.794,28
set-03	277.398,40
out-03	282.432,28
nov-03	288.654,40
dez-03	289.674,87
jan-04	303.456,08
fev-04	304.523,36
mar-04	310.940,56

*Fonte: CVM*

O valor de mercado das companhias listadas na Bovespa aumentou consideravelmente no ano de 2004. Esse valor era de US\$280 bilhões em outubro de 2004; o valor de mercado do mesmo mês do ano anterior foi de US\$196 bilhões.

**Gráfico 12**  
**Valor de Mercado das Companhias Listadas na Bovespa**



*Fonte: BOVESPA*

### 4.3 Duas Novidades no Mercado de Capitais

Existe uma conscientização hoje de que a CPMF é bastante prejudicial às aplicações financeiras. Sobretudo àquelas pessoas que disponibilizam de recursos de reservas apenas no curto prazo, muitas vezes deixam de investir pelo simples fato de ter que arcar com a CPMF. Visando minimizar os efeitos dessa “contribuição”, foi criada, em outubro de 2004, a conta investimento.

Essa conta, vinculada à conta corrente, permite a permuta de recursos na carteira dos investidores – estão integrados a essa conta fundos de investimento, CDB’s, compromissadas, títulos públicos e derivativos sem ajuste diário. Uma vez nessa conta, os recursos do investidor podem ser alocados, de uma aplicação a outra, sem a incidência da CPMF. Essa medida, ao mesmo tempo em que claramente incentiva às aplicações financeiras, torna-se um desincentivo à permanência dos recursos em um mesmo investimento, o que compromete a estabilidade do mercado.

Em contrapartida, uma nova medida, ainda não aprovada no Congresso, mas prevista para vigorar a partir de final de janeiro de 2005, é a nova tributação do imposto de renda sobre os fundos de investimento. A cobrança do IR, hoje, feita no final de cada mês ou no momento do resgate (o que vier primeiro), passará a ser semestral (em maio e novembro). Essa medida também parece trazer incentivos aos investidores.

Agora, além da cobrança semestral do “come-cotas”, outra mudança está na alíquota a ser cobrada, que dependerá tanto do prazo que o investidor deixar seu recurso quanto do caráter do fundo de investimento (se de longo prazo ou de curto prazo). A alíquota irá variar de 15% a 22,5%. Para fundos e investidores com prazos maiores de aplicação, a alíquota de IR será menor. Essa medida parece diminuir os efeitos prováveis de maior instabilidade causados pela conta investimento. Mas isso não é totalmente verdade. A questão da diferenciação de cobrança do IR para fundos de longo e curto prazo poderá servir de incentivo para que os gestores dos fundos prolonguem o prazo dos títulos que compõem suas carteiras, afim de não perderem cotistas.

#### **4.4 Importância da Bovespa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Nacional**

A Bovespa tem atuado, de maneira expressiva, no processo de desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Ao entrar no site da Bolsa de Valores de São Paulo, o navegador irá se deparar não apenas com informativos sobre a operacionalidade do que é desenvolvido dentro da Bolsa, mas também com inúmeras atividades e espaços reservados a textos, cujo objetivo é incentivar o investidor a aplicar em bolsa. São medidas que visam contornar a constatação de que a participação dos ativos de renda variável no portfólio dos investidores é ainda pequena no Brasil; onde uma parcela grande da população com recursos de reserva preferem aplicar em poupança por preconceito e/ou falta de informação. O especulador é ainda visto, até pelo dicionário Aurélio, como o “indivíduo que age de má fé”. E, pelo lado dos demandantes de recursos do mercado, ainda temos a cultura dominante do autofinanciamento e o temor da perda do controle administrativo do negócio.

Segundo texto elaborado pela Bolsa de São Paulo<sup>18</sup> (2000):

*“A visão de um mercado organizado, servindo a interesse mútuos de poupadores e investidores é muito pouco disseminada. Poucos se dão conta do papel fundamental do mercado na vida das empresas, na garantia do futuro dos poupadores, no desenvolvimento econômico e na geração de bem-estar para a sociedade. A relação entre o mercado, a poupança e o desenvolvimento não faz parte do imaginário”.*

Assim, a Bovespa vem desenvolvendo um programa de popularização do mercado de ações. Alguns destaques, presentes no site da bolsa, são, aqui, citados a seguir. O primeiro deles é o projeto **“Bolsa Aberta”**, que permite visita pública à Bolsa nos fins de semana. É um programa acessível a todos que queiram e tenham curiosidade de conhecer de perto o prédio da Bovespa. A bolsa também desenvolve um **“Concurso de Redação”**, cujos participantes são alunos de 1ª a 8ª série, o que mobiliza não só os próprios alunos, como também professores e diretores. A importância desse concurso é minimizar a distância entre a Bolsa e os alunos desde a infância. Além desses, ainda temos o **“Mulheres em Ação”**, cujo conteúdo é mostrar exemplos e depoimentos de mulheres que aplicam no mercado acionário. Aqui, o interesse é apagar a imagem de que especulador é uma associação natural e verdadeira com o sexo masculino. As **“Palestras Virtuais”** também configuram parte importante do site, tendo a possibilidade, de os ouvintes virtuais, terem acesso até aos slides do que é apresentado. Como último destaque aqui a ser citado, temos o **“Bovespa vai até você”**. Com o slogan “Investir em ações é mais fácil do que você imagina”, a Bovespa se põe à disposição de grupos de pessoas que a convoquem para uma palestra explicativa sobre o mercado acionário. Assim, a Bovespa vai até universidades, fábricas, praia, entre outros.

Todo esse trabalho tem o objetivo principal de diminuir a distância que o brasileiro tem, naturalmente, do mercado acionário. O meio aqui utilizado para se chegar a esse fim é o de mostrar às pessoas que aplicar em ações é algo normal e possível a qualquer pessoa que disponha de recursos de reserva por longo prazo.

O que move essa necessidade de atração de investidores e empresas que necessitam de recursos para financiamento ao mercado de ações está na defesa da tese de que um

---

<sup>18</sup> BOVESPA. “Estudo para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais”. Publicações, maio 2000.

crescimento econômico sustentável para o país prescinde de um dinâmico e atuante mercado de capitais. A Bolsa de Valores de São Paulo identifica que o mercado de capitais brasileiro tem um enorme potencial ainda não aproveitado. Três são os entraves constatados. São eles ligados a liquidez, a transparência e a facilidade de acesso. A liquidez do mercado é afetada, sobretudo, pela cultura, apontada acima, de repúdio à aplicação e captação no mercado acionário, mas que também está ligada aos outros dois entraves. A instabilidade das regras nesse mercado prejudica a previsibilidade e o funcionamento do mercado acionário. Um exemplo disso foi a mudança na Lei das S/A em 1997, que diminuiu, de uma hora para outra, os direitos dos acionistas minoritários. A lentidão da justiça e a fragilidade da CVM em atuar com força para solucionar os problemas desse mercado seriam também prejudiciais à sua transparência. O quesito facilidade de acesso seria prejudicado na nossa economia, sobretudo, pela CPMF. Embora essa tributação não mais incida nas operações com bolsa, ela continua incidindo nas aplicações em fundos de investimento. Aí, as aplicações com renda variável continuam oneradas pela CPMF.

Destarte, popularizar nosso mercado de capitais significaria criar medidas que aumentassem a transparência (via melhoras na governança corporativa), facilitasse o acesso, tanto a demandantes como ofertantes de recursos no mercado, o que já tenderia a aumentar a liquidez das ações.

#### **4.5 Conclusão**

Este capítulo teve o objetivo principal de mostrar a necessidade de se criar um ambiente favorável às negociações no mercado de capitais, e, mais especificamente, no mercado acionário brasileiro.

Vimos que o número de companhias listadas ou apenas com negociação na Bovespa apresentou queda mesmo após a abertura financeira e a estabilização dos preços, o que foi identificado como perda de formalização do mercado secundário brasileiro. Isso seguiu paralelo a uma grande valorização das ações negociadas dentro da bolsa. Diante disso, remetemo-nos à pergunta: por que o forte desempenho do mercado secundário não afeta positivamente o mercado primário de ações? A resposta é composta de duas verdades. A primeira é que o horizonte de longo prazo dos investidores e tomadores é dependente da estabilidade global da economia, e não apenas da estabilização dos preços. E a segunda

consiste na identificação de que existem entraves culturais que afastam demandantes e ofertantes de recursos do mercado acionário.

Desenvolver o mercado de ações no Brasil significa melhorar os indicadores macroeconômicos, mas também incentivar as pessoas a participem mais desse mercado. Um grande passo vem sendo dado pelo programa de popularização do mercado acionário pela Bovespa, que procura aproximar a população comum do mercado de ações, mostrando as vantagens e facilidades participativas. As duas medidas tomadas como marco legal – conta investimento e nova tributação de IR sobre fundos de investimento – apresentam resultados ambíguos, mas que podem acarretar alguns efeitos positivos. A conta investimento poderá incentivar os investidores conservadores a diversificarem suas carteiras acrescentando o percentual de suas aplicações em fundos de renda variável, por exemplo, com portfólio em ações. A tributação regressiva do IR sobre os fundos de acordo com o prazo de permanência do recurso aplicado pode incentivar os investidores a aplicarem por prazos mais longínquos, aumentando a poupança de longo prazo no país.

Quanto à melhora dos indicadores macroeconômicos, as taxas de juros altas ainda se mantêm como a principal dificuldade para se avançar no desenvolvimento do mercado acionário. O ideal seria trabalhar, em paralelo, com os dois incentivos apontados acima: o macro e o cultural. Caso contrário, manteremos um desenvolvimento truncado desse mercado. No período analisado (2003-2004), tivemos avanços, apenas, quanto aos incentivos culturais.

## ***5. Emissão de ADRs: Incentivo ou Desincentivo ao Mercado de Capitais Doméstico?***

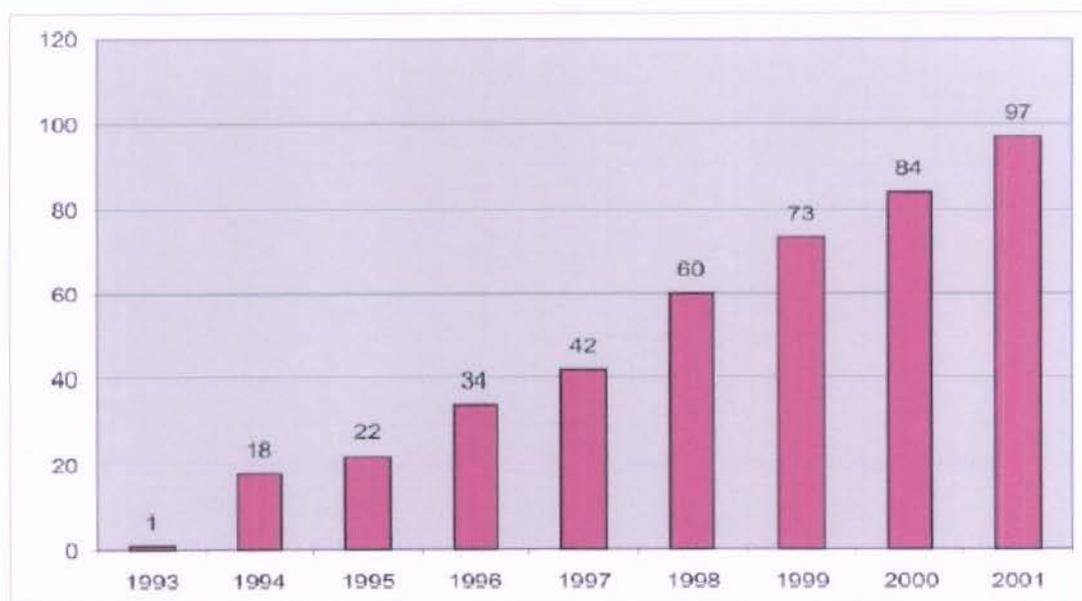
### **5.1 Introdução**

O objetivo deste capítulo é refletir sobre qual é o real efeito da emissão de ADRs por empresas instaladas no Brasil no mercado acionário doméstico. Muitos adotaram a tese de que o efeito foi um deslocamento do dinamismo do mercado interno para o mercado em que são negociados os papéis no exterior. Seria possível um efeito positivo no mercado doméstico vindo da maior emissão de ADRs? Estaria esta tese errada?

### **5.2 O Resultado da Emissão de ADRs por Empresas Instaladas no Brasil**

No Brasil, a emissão de ADRs se iniciou nos anos 90, como resultado da crescente integração entre os mercados internacionais no período. De 1993 a 2001, o volume de ADRs brasileiras apresentou movimento crescente (ver gráfico 13).

Evolução do Número de ADRs Brasileiros



Fonte: Bank of New York

Conceituando ADRs, temos:

*“Quanto ao conceito básico de American Depositary Receipt (ADRs), Errunza e Miller (2000) expõem que este é um certificado negociável de uma empresa que não seja norte-americana, emitido por um banco depositário sendo que tal título está sob posse de um banco custodiante instalado no seu mercado doméstico”.* (BORTOLI FILHO, J.I., 2002)<sup>19</sup>

Este autor ainda aponta algumas vantagens para as empresas emissoras de ADRs. Uma delas é a maior visibilidade da empresa emissora em outros mercados. Uma outra é a captação de divisas num mercado além do nacional. Outras vantagens são: a padronização das demonstrações contábeis, acarretando maior transparência no quesito informações e a ampliação da liquidez. Ademais, o custo de transação da listagem de ações nos EUA é 6 vezes menor do que no Brasil. Assim, as empresas emissoras de ADRs só têm vantagens ao buscar recursos fora do país.

Pode ser uma maneira muito eficiente de fugir do círculo vicioso existente no mercado de capitais doméstico. Empresas com baixa liquidez no mercado interno podem ampliar sua liquidez captando recursos fora do país, de maneira muito mais fácil e menos custosa.

A única preocupação de muitos seria com o fato de que a maior emissão de ADRs poderia estar relacionada a uma piora do dinamismo do mercado de capitais doméstico. Na verdade, não se pode negar que a popularização das ADRs por empresas brasileiras esteja relacionada, como causa, com o fraco desempenho do nosso mercado acionário. Mas o contrário não é verdade. Bortoli Filho (2002), apresenta em seu texto o resultado de vários outros trabalhos que tinham o objetivo de verificar o resultado da emissão de ADRs sobre o mercado nacional. Em todos eles (inclusive no seu próprio) observa-se, na maioria dos casos amostrais, um aumento da liquidez das ações tanto no mercado externo quanto no mercado interno, o que também traz benefícios para a indústria de intermediação das operações de ADRs instaladas no país. Segundo Narita&Novaes (2003):

---

<sup>19</sup> BORTOLI FILHO, J.I. *“A Dupla Listagem Internacional e seus Impactos no Comportamento das Ações das Empresas Listadas: Análise da Introdução dos ADRs Brasileiros na Bolsa de Valores de Nova Iorque”*. USP, 2002. Disponível em : [www.cepefin.com.br/nucleo9.htm](http://www.cepefin.com.br/nucleo9.htm)

*“... em países que oferecem pouca proteção aos minoritários, firmas que emitem ADRs passam a ter uma demanda maior por ações em seus países de origem”. (p.3)*

*“... ações de firmas que negociam ADRs são em média 68% mais transacionadas internamente do que as ações de firmas sem emissão de ADRs”<sup>20</sup>. (p.5)*

E isso porque a emissão de ADRs aumentaria a proteção dos acionistas minoritários. Ademais, uma vez que a empresa que emite ADR sujeita seu padrão de transmissão de informações ao padrão dos EUA, essa maior transparência acaba atraindo os investidores. Apresentaria, pois, melhora em sua governança corporativa. Esse seria o motivo de atrair mais investidores no mercado doméstico após a emissão de ADRs.

### **5.3 Considerações Finais**

Observamos que as evidências são de que o aumento de ADRs emitidas por empresas instaladas no Brasil esteve relacionada diretamente com a falta de dinamismo do nosso mercado de capitais, bem como de alguns obstáculos estruturais, como a falta de liquidez e custos transacionais muito elevados, em comparação com o mundo.

Indiretamente, identificamos que essa evolução das ADRs causou impactos positivos no mercado doméstico porque tornou as empresas que os emite mais bem vistas internamente, por conta da melhor governança corporativa. Isso aumentou a liquidez dessas empresas no mercado nacional, o que refuta a tese de que emissões de ADRs diminuem a dinâmica do mercado interno. Muito pelo contrário; essas emissões elevem a procura por ações dessas empresas emitentes. O que pode acontecer é um deslocamento de recursos de empresas não emissoras de ADRs para empresas emissoras. Mas isso já era um resultado previsível, dado que no mercado acionário brasileiro a preferência já é por empresas que apresentam uma liquidez maior, que são as de 1ª linha. Isso só parece acentuar o caráter concentrador do nosso mercado, ao menos que se evidencie que as empresas que emitem ADRs não são empresas de 1ª linha.

---

<sup>20</sup> A questão que se pode por em dúvida é se as ações das empresas emitentes de ADRs já não eram, antes da emissão, mais negociadas do que as demais. A questão é: que tipo de empresa emite ADR?

## *Conclusão*

Neste trabalho, analisei as principais modificações que ocorreram no período 1991-2004 em nosso mercado de capitais. O objetivo foi o de descobrir até que ponto a adoção de um novo modelo de desenvolvimento econômico, no início dos anos 90 acarretou num maior desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, dentro da nossa problemática do financiamento de longo prazo.

Vimos que a abertura financeira foi importante para dinamizar nosso mercado secundário de ações, mas não o mercado primário, e não foi capaz de reverter o quadro de alta concentração nas ações de primeira linha, reforçando um círculo vicioso entre liquidez e volume negociado para as ações menos “requisitadas” – que resultou num problema estrutural presente durante todo o período analisado. O problema da formação de expectativas dentro de um universo curtoprazista continuou, mesmo após a estabilização dos preços, com o Plano Real. Aqui, o principal fator foi a política macroeconômica, ancorada na política de juros altos para manutenção do câmbio fixo. Ela direcionava o investimento a aplicações cuja rentabilidade estava atrelada à taxa de juros, causando o fenômeno do “crowding out” financeiro, que acabou minimizando os efeitos positivos no mercado acionário, advindos da estabilização. O ânimo adicional no mercado acionário no primeiro governo FHC, que foi positivo também para o mercado primário, durou até o estouro da crise cambial – que causou nova onda de desconfiança, sobretudo aos investidores estrangeiros, trazendo para o período seguinte uma baixa entrada de divisas. O período atual aparece como uma tentativa de reconquistar o nível de confiança na economia brasileira, como forma de facilitar a formação de expectativas de longo prazo – o que me parece uma medida cujo resultado tende a ser pouco satisfatório, se mantida a política monetária de juros altos.

Tendo como base a análise de todo este período, pode-se chegar a algumas conclusões. Primeiro, é possível refutar a tese de que um contato maior com o ambiente externo, ao acirrar a concorrência, culmina num incentivo natural para que o mercado de capitais brasileiro se desenvolva rumo a uma maior eficácia do mercado acionário. Pensava-se que o maior volume de capitais nas bolsas serviria como um estímulo à abertura de capital, como uma verdadeira revolução, em um país com baixo número de empresas

abertas. Na verdade, vimos que o problema do círculo vicioso da liquidez foi o principal empecilho para esta conquista.

Segundo, um incentivo decisivo para a formação de expectativas de longo prazo pelos agentes econômicos não consiste apenas em estabilizar os preços; a estabilidade de todo sistema é o fator decisivo. A prioridade ao viés curtoprazista, dada pelos investidores no Brasil, deve-se à manutenção dos juros em patamares sempre elevados – o que prejudica o mercado acionário por conta do crowding out – e à situação permanente de vulnerabilidade externa, cujo passado de crise cambial (de 1999), dentro de um período de estabilidade dos preços, é exemplo claro da fragilidade da nossa economia.

Terceiro, não são somente as questões macroeconômicas que mantêm os investidores em um universo curtoprazista. No que diz respeito aos investidores nacionais, existe um problema, que advém tanto do lado da oferta quanto do lado da demanda, que é, caracteristicamente, um problema cultural. Empresários e investidores temem o mercado acionário. O empresariado brasileiro sempre preferiu o autofinanciamento à divisão do controle acionário de sua empresa. Os investidores são extremamente conservadores, do tipo que acredita ser o mercado de ações tipicamente composto por grandes especuladores, sendo, assim, um mercado muito distante para pessoas comuns, praticamente inacessível para quem tem pouco capital e não tem um bom conhecimento sobre aplicações financeiras. Quanto a essa questão cultural, vejo que muito se poderia fazer como tentativa de modificar a visão do brasileiro a respeito do mercado acionário. Alguns meios para minimizar este problema já podem ser vistos atualmente, embora não sejam suficientes. A possibilidade de aplicar os recursos do FGTS no mercado de capitais é um deles, porque permite aplicação em ações para as pessoas que não têm muitos recursos a serem investidos. A popularização da indústria de fundos de investimento é outra. A criação da conta investimento é um grande passo para um crescimento ainda maior da indústria, porquanto diminui os custos de transação das aplicações. Os clubes de investimento têm grande potencial de crescimento, se forem mais divulgados. Trazer ao trabalhador comum a possibilidade de participar do mercado acionário é uma grande conquista. O trabalho de popularização das aplicações em bolsa feito pela BOVESPA (que inclui o “Bolsa Aberta” e “BOVESPA vai até você”) tem o objetivo de aproximar a população do mundo acionário, tentando quebrar o entrave cultural que afasta os brasileiros do mercado acionário.

Quarto, a idéia de retirada do papel do Estado sobre o financiamento da economia teve um efeito lastimável sobre o crescimento econômico do período. Vimos que o mercado de capitais nacional não deu conta do papel a ele delegado na questão do financiamento de longo prazo do país. É obrigação do Estado incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais (sobretudo o acionário), já que sua função de financiador da economia não é mais desempenhada há muito tempo. Adequar a política macroeconômica a favor do mercado de ações e desenvolver medidas que modifiquem a visão do brasileiro quanto a esse mercado é um desafio a ser superado na atualidade, porque me parece que o fator macroeconômico têm reforçado o aspecto cultural no sentido de afastar os brasileiros ainda mais do universo acionário. E o foco não deve ser esse, numa economia que precisa crescer, como a brasileira.

## BIBLIOGRAFIA

ANBID. *Séries Históricas*. São Paulo: Associação Nacional dos Bancos de Investimento, 2004.

BANCO CENTRAL. *Boletim do Banco Central*, Brasília: Banco Central do Brasil. Vários Números.

BORTOLI FILHO, J.I. “A Dupla Listagem Internacional e seus Impactos no Comportamento das Ações das Empresas Listadas: Análise da Introdução dos ADRs Brasileiros na Bolsa de Valores de Nova Iorque”. USP, 2002. Disponível em [www.cepefin.com.br/nucleo9.htm](http://www.cepefin.com.br/nucleo9.htm)

BOVESPA. “Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais”. Publicações, maio/2000.

COSTA, F.N; DEOS, S.S. “Reflexões sobre o Financiamento na Economia Brasileira”. *Texto para Discussão*. IE/UNICAMP, Campinas, N.109, abr. 2002.

CVM. *Comparativo Internacional*, Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2003.

CVM. *Dados CVM*, Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2003.

CVM. *Novo Informativo CVM*, Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2003.

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS. “A Nova Lei das S/A: avanços, ausências e problemas”. *CARTA DYNAMO*, n. 32, 3º tri 2001.

SICSÚ, J. “Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias”. *Revista de Economia Política*, vol 22, n.1 (85), jan-mar/2002.

NARITA, R.T; NOVAES, W. “A CPMF e o Mercado Acionário Brasileiro: Efeitos sobre Governança Corporativa e Estilos de Investimento”. Rio de Janeiro, PUC, jul/2003.

PEREIRA, T.R. “Formação de Preços e Financiamento Empresarial entre os Anos 80 e 90 na Economia Brasileira”. *Revista Economia e Sociedade*, Campinas, (14): 89-126, jun. 2000.

PRATES, D.M., FREITAS, M.C.P. “Emissões Brasileiras no Mercado Financeiro Internacional nos Anos 90”. In: FREITAS, M.C.F (Org.) “*Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos Anos 90*”. São Paulo: FUNDAP; FAPESP; Brasília: IPEA, 1999.

PRATES, D.M. “Investimentos de Portfólio no Mercado Financeiro Doméstico”. In: FREITAS, M.C.F (Org.) “*Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos Anos 90*”. São Paulo: FUNDAP; FAPESP; Brasília: IPEA, 1999.

PRATES, D.M. *“Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa: A Economia Brasileira na Década de Noventa”*. Campinas. Tese de (Doutoramento), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 1997.